



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Sofia Harju

Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn

Laskentatoimen ja rahoituksen aka-
teeminen yksikkö

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
pro gradu -tutkielma

Laskentatoimen ja tilintarkastuksen
maisteriohjelma

Vaasa 2026

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Sofia Harju		
Tutkielman nimi:	Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen taloudelliseen suori- tuskykyyn		
Tutkinto:	Kauppateiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Teija Laitinen		
Valmistumisvuosi:	2026	Sivumäärä:	75

TIIVISTELMÄ:

Toimitusjohtajan vaihtuminen on merkittävä tapahtuma organisaatiossa, toimitusjohtajan ollessa yhtiön korkein johtava toimielin. Toimitusjohtajan vaihtumisella voidaan ajatella olevan vaikutuksia yrityksen strategiseen päätöksentekoon, päivittäiseen toimintaan sekä lopulta koko yrityksen suoriutumiseen ja toiminnan jatkumiseen. Päätöksenteko toimitusjohtajan vaihtamisesta kuuluu yrityksen hallitukselle ja hyvän hallinnointitavan mukaisesti toimivaa yritystä ja sen hallitusta voidaan pitää tehokkaana.

Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan vaihtaminen parantaisi yrityksen toimintaa, tehokkuutta ja suoriutuskykyä. Uuden toimitusjohtajan voidaan ajatella tuovan mukanaan uusia ideoita, innovaatioita sekä omaavan korkeamman riskinottokyvyn kuin pidempään toimessa ollut johtaja. Aiheen aiemmat tutkimukset ovat osoittaneet vaihtelevia tutkimustuloksia toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutuksista, joten aiemmista tutkimuksista ei voida vetää yleispäteviä johtopäätöksiä aiheeseen liittyen.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, onko toimitusjohtajan vaihtumisella vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutuskykyyn. Vaikutusta tarkastellaan lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä. Vaihtumisen vaikutusta tarkastellaan myös taloudellisesti kriisissä olevien yritysten osalta. Suoriutuskykyä mitataan tutkimuksessa kolmella taloudellisella tunnusluvulla. Kannattavuuden tunnuslukuista käytetään kokonaispääoman tuottoastetta sekä oman pääoman tuottoastetta. Listattujen yritysten osalta suoriutuskykyä mitataan myös markkinapohjaisella Tobinin Q:lla. Taloudellisesti kriisissä olevat yritykset määritellään niiden heikentyneen maksukykyyn avulla.

Tutkimusaineistona on suomalaiset suuret ja keskisuuret yritykset, joissa on tapahtunut toimitusjohtajan vaihdos vuosien 2011 ja 2018 välillä. Aineistossa on 215 yritystä, joista 61 yrityksen osalta tarkastellaan myös Tobinin Q:ta. Aineistosta on tunnistettu 48 taloudellisesti kriisissä olevaa yritystä. Tutkimusmenetelmänä on regressioanalyysi ja tarkemmin kiinteiden vaikutusten malli.

Tutkielman tulosten mukaan toimitusjohtajan vaihtumisella ei ole tilastollisesti merkitsevää vaikutusta yrityksen taloudelliseen suoriutuskykyyn. Vaikutus ei ollut merkitsevää lyhyellä eikä pitkällä aikavälillä. Kriisiyrityksiä tutkittaessa saatiin positiivinen tilastollinen yhteys vain silloin, kun selitettävänä muuttujana oli kokonaispääoman tuottoaste. Nämä tulokset eivät vahvista tutkielman hypoteeseja. Tulokset ovat osittain ristiriidassa aikaisempien tutkimusten kanssa, joissa yhteys on ollut tilastollisesti merkitsevää.

AVAINSANAT: toimitusjohtajat, agenttiteoria, suoriutuskyky, kannattavuus, kriisit

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkielman tarkoitus	7
1.2	Tutkielman rakenne	9
2	Toimitusjohtajan rooli	11
2.1	Agenttiteoria	12
2.2	Stewardship-teoria ja muut organisaatiodynamiikan teorit	14
2.3	Corporate Governance	17
2.4	Toimikausi ja sen päätyminen	19
2.4.1	Päättymisen syyt	21
2.4.2	Uuden toimitusjohtajan nimittäminen	21
3	Kriisi	23
3.1	Taloudellinen kriisi	23
3.2	Kriisin hallinta	24
4	Suorituskyky	26
4.1	Taloudellinen suorituskyky	28
4.2	Kannattavuus	29
4.3	Maksuvalmius	30
4.4	Tobinin Q	31
4.5	Tunnuslukujen valinta	32
5	Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus taloudelliseen suorituskykyyn	35
5.1	Vaihtumisen vaikutus suorituskykyyn	35
5.1.1	Suorituskyvyn vaikutus vaihtumiseen	37
5.2	Vaikutus lyhyellä ja pitkällä aikavälillä	39
5.3	Vaikutus taloudellisesti kriisissä olevaan yritykseen	41
6	Tutkimuksen aineisto ja menetelmät	43
6.1	Tutkimusaineisto	43
6.2	Selittävä ja selitettävät muuttujat	45
6.3	Kontrollimuuttujat	45

6.4	Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset	46
6.5	Tutkimusmenetelmä	47
7	Empiirisen tutkimuksen tulokset	49
7.1	Tilastolliset tunnusluvut	49
7.2	Muuttujien väliset korrelaatiot	50
7.3	Regressioanalyysin tulokset	52
7.4	Tulosten analysointi	55
7.4.1	Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn	55
7.4.2	Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus lyhyellä ja pitkällä aikavälillä	56
7.4.3	Kriisiyritysten toimitusjohtajan vaihtumisen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn	57
7.4.4	Kontrollimuuttujien vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn	58
7.4.5	Tulosten yhteenveto	59
7.5	Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet	61
8	Yhteenveto ja johtopäätökset	63
	Lähteet	68

Taulukot

Taulukko 1. Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset.	46
Taulukko 2. Muuttujia kuvailevat tunnusluvut.	49
Taulukko 3. Korrelaatiomatriisi.	51
Taulukko 4. Regressioanalyysin mallit 1–3.	53
Taulukko 5. Regressioanalyysin mallit 4–6.	54

1 Johdanto

Toimitusjohtaja on yrityksen korkein johtava toimielin, jolla on keskeinen rooli yrityksen päätöksenteossa. Hänellä on laaja vastuu ja oikeus liittyen yrityksen toimintaan ja sen johtamiseen. Toimitusjohtajan tehtäviin kuuluu liiketoiminnan operatiivinen johtaminen, vastuu päivittäisestä toiminnasta, strategian laatiminen ja toteutus, päätöksenteko sekä velvoitteet lakisääteisistä asioista (Osakeyhtiölaki 624/2006, 17 §; Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Toimitusjohtajan oletetaan edistävän yrityksen toimintaa ja kannattavuutta. Hän vastaa siitä, että yritys toimii lainmukaisesti, eettisesti ja vastuullisesti. Toimitusjohtaja on linkki yrityksen ja hallituksen välillä, ja antaa hallitukselle tietoa yrityksen taloudellisesta ja liiketoiminnallisesta tilanteesta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Toimitusjohtaja edustaa yritystä ulkopuolisille tahoille, sijoittajille, asiakkaille sekä yrityksen omalle henkilöstölle. Yrityksen maine ja suoriutuminen yhdistetään usein toimitusjohtajan suoriutumiseen. Jos yritys suoriutuu heikosti, ajatellaan, että toimitusjohtaja on suoriutunut heikosti tehtävässään. Toimitusjohtajan merkityksellisen roolin takia toimitusjohtajan vaihtumista pidetään usein käännekohtana yrityksen toiminnassa.

Sijoittajat ja media reagoivat käännekohtaan usein nopeasti, mikä voi kertoa siitä, että sen koetaan heijastavan yrityksen tulevaisuudennäkymiä. Reaktiot näkyvät pörssiyhtiöillä osakemarkkinoiden muutoksina (Burns ja muut, 2023). Yrityksen henkilöstö voi kokea epävarmuutta vaihtumisen seurauksena, mutta myös mahdollisuuksia uusiin toimintamalleihin, tehokkuuteen ja kasvuun. Yrityksen velkojat arvioivat riskiä, joka liittyy toimitusjohtajan vaihdokseen ja yrityksen maksukykyodotuksiin (Lin ja muut, 2020). Jos vaihto nähdään korjaavana toimenpiteenä velkojien luottamus yrityksen selviytymiseen voi vahvistua (Lin ja muut, 2020). Toimitusjohtaja liitetään yhtiön maineeseen ja hän toimii yhtiön edustajana. Tämän takia asiakkaiden ja muiden ulkoisten sidosryhmien reaktio voi riippua siitä, kuinka vahvasti toimitusjohtaja liitetään yritykseen ja sen maineeseen ja millainen luottamus johtajalla on. Johdon vaihtumisen dynamiikka vaikuttaa yritykseen monitahoisesti, jonka takia tutkimusaihe on kiinnostava.

Johtavana hallintotutkimuksen teoriana pidetään agenttiteoriaa, joka käsittelee toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien suhdetta ja sen ristiriitoja. Teorian mukaan toimitusjohtaja toimii omistajien edustajana, minkä takia hänelle on annettu valta ja vastuu yrityksen päivittäisestä hallinnosta. Toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien intressit saattavat erota joissain asioissa, muodostaen agenttiongelman (Jensen ja Meckling, 1976). Agenttiteorian mukaan toimitusjohtaja pyrkii maksimoimaan oman hyötynsä, eli yrityksen hyödyn erityisesti hänen toimikautensa aikana (Jensen ja Meckling, 1976). Hän ei hyödy, jos yritys tekee pitkäaikaisia investointeja, joiden vaikutukset näkyvät vasta seuraavien toimitusjohtajien toimikausilla. Osakkeenomistajien intressinä on, että yrityksen toiminnan jatkuminen turvataan, ja investointeja mietitään sekä lyhyellä aikavälillä että pitkällä aikavälillä. Jos toimitusjohtaja ei toimi tehtävässään halutulla tavalla, hallituksen tehtävänä on irtisanoa toimitusjohtaja sekä nimittää uusi toimitusjohtaja, jonka ajatellaan suoriutuvan paremmin ja toimivan hallituksen intressien mukaisemmin (Jensen ja Meckling, 1976). Agenttiteorian sekä corporate governancen mukaista on vaihtaa yrityksen toimitusjohtaja yrityksen suoriutuessa huonosti, sekä odottaa suoriutumisen kohe-nevan, kun uusi toimitusjohtaja aloittaa toimessaan (Jensen ja Meckling, 1976; Lafuente ja García Cestona, 2021).

Aiheen tutkiminen on erityisen mielekästä 2000-luvulla, koska toimitusjohtajien vaihtuminen on yleistynyt merkittävästi yrityksissä 2000-luvulla (Kaplan ja Minton, 2012). Ai- hettä on tutkittu paljon amerikkalaisella aineistolla sen laajuuden ja saatavuuden takia sekä kansainvälisellä aineistolla ja aasialaisten maiden aineistolla. Eurooppalaisella ja pohjoismaisella aineistolla tehty tutkimus on ollut vähäistä, minkä takia aiheen tutkimi- nen suomalaisten yritysten näkökulmasta on mielekästä.

1.1 Tutkielman tarkoitus

Tutkielman tavoitteena on perehdyttää lukija aiheeseen ja sen taustoihin. Aiheen taustatietoja ovat yrityksen johtamiseen ja toimitusjohtajuuteen liittyvät teoriat sekä käytännöt, taloudellisesti kriisissä olevan yrityksen määrittely sekä kriisinhallinta keinot,

suorituskyvyn mittaaminen ja tutkielman aiheen aiemmat tutkimukset ja niiden tulokset. Toisena tavoitteena on selvittää empiirisin keinoin, onko toimitusjohtajan vaihtumisella vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Tutkielman tarkoituksena on saada selville, millä tavalla toimitusjohtajan rooli vaikuttaa yrityksen suoriutumiseen. Tavoitteena on selventää toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutusta yrityksen taloudellisiin tunnuslukuihin lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä ja tarkastella, onko vaikutuksella ajallista eroavaisuutta. Tutkielmassa selvitetään myös, miten kriisiyrityksen suoriutumiseen vaikuttaa toimitusjohtajan vaihtuminen.

Tarkastelun lähtökohtana ovat suomalaiset yritykset, suomalainen lainsäädäntö sekä ohjeistukset. Suomalaisen pörssin koon ja sieltä saatavan datan vähyyden takia otetaan tarkasteluun mukaan myös listaamattomat suuret ja keskikokoiset yritykset. Yrityksen suorituskykyä tarkastellaan kannattavuuden näkökulmasta ja mitataan kannattavuuden tunnusluvuilla, kuten oman pääoman tuottoasteella sekä kokonaispääoman tuottoasteella, listattujen yritysten osalta mittaamiseen käytetään myös markkinaperusteista Tobinin Q:ta. Taloudellisesti kriisissä olevaa yritystä mitataan maksukyvyn perusteella ja maksuvalmiuden tunnusluvulla current ratiolla.

Toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen yrityksen suorituskyky saattaa muuttua erilaisista syistä, jotka eivät liity toimitusjohtajan vaihtumisen ajankohtaan. Tutkielman aiheen kannalta tehdään kuitenkin oletus, että jos toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen suoriutumisessa tapahtuu muutoksia, se johtuu toimitusjohtajan vaihtumisesta. Yrityksen suoriutumisella ja suorituskyvyllä tarkoitetaan erityisesti sen taloudellista suorituskykyä. Taloudellista suorituskykyä mitataan tilinpäätöstiedoista saatavilla tunnusluvuilla. Koska kaikki tarkasteltavat yritykset eivät ole pörssiyrityksiä, niiden markkinoilta saatavien tietojen määrä sekä laatu eroavat. Tämän takia suorituskykyä tarkastellaan tilinpäätösperusteisesti johdettujen tunnuslukujen avulla, jotka on kerätty Orbis-tietokannasta, jotta taloudellisen suorituskyvyn mittarit ovat vertailukelpoisia.

1.2 Tutkielman rakenne

Tämä pro gradu -tutkielma koostuu teoreettisesta osasta, joka jakautuu viiteen pääluukuun sekä empiirisestä osasta, joka jakautuu kolmeen pääluukuun. Teoreettisen osan ensimmäinen luku esittelee johdannon tutkielman aihealueeseen ja toimitusjohtajan rooliin yrityksessä. Siinä esitellään toimitusjohtajan vaihtumisen ja yrityksen suorituskyvyn suhteesta tehdyn tutkimuksen taustoja sekä keskeisimpiä havaintoja. Johdantoluvussa esitellään myös tutkielman tavoitteet sekä lähestymistapa, tutkielman rajaukset ja rakenne. Tutkielman toinen luku keskittyy määrittelemään toimitusjohtajan roolin, ja toimitusjohtajalle kuuluvat vastualueet sekä tehtävät. Toimitusjohtajan roolia tarkastellaan erityisesti suomalaisen hallinnointikoodin ohjeistusten avulla, jotka sitovat suomalaisia pörssiyrityksiä. Luvussa esitellään myös teoriapohja yhtiön johdon dynamiikasta ja toimitusjohtajan ja omistajien suhteesta. Teorioista esitellään erityisesti merkityksellistä agenttiteoriaa ja siitä johdettuja muita ylimmän johdon teorioita. Luvussa esitellään myös corporate governance -termi, eli hyvä hallinnointitapa, jota Suomessa ohjeistaa ja ylläpitää pörssiyrityksiä velvoittava hallinnointikoodi.

Kolmannessa luvussa käsitellään kriisien vaikutusta yrityksiin sekä kriisiyrityksen määrittelyä. Todetaan, että taloudellisesti kriisissä olevaa yritystä voidaan mitata maksuvalmiuden tunnusluvuilla, joilla voidaan arvioida yrityksen maksuvalmiutta. Luvussa käsitellään myös yritysten mahdollisuuksia hallinnoida kriisejä ja selviytyä niistä. Tutkielman neljäs luku käy läpi yrityksen suorituskyvyn määrittelyä ja sen mittaamista. Luvussa tarkastellaan suorituskykyä tutkielman kannalta oleellisesta taloudellisen suorituskyvyn näkökulmasta. Luvussa esitellään taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukuja, joita tullaan käyttämään myöhemmässä empiirisessä osassa. Tarkemmassa esittelyssä on kannattavuuden ja maksuvalmiuden mittaaminen ja näiden olennaisimmat tunnusluvut esitellään ja niiden laskukaavat kuvataan. Myös markkinapohjainen Tobinin Q esitellään.

Neljännessä luvussa käydään läpi myös tutkielman aiheesta tehdyissä aiemmissä tutkimuksissa käytettyjä suorituskyvyn mittareita ja niiden mielekkyyttä. Viidennessä luvussa perehdytään tutkielman aiheeseen aiempaan tutkimukseen. Luvussa esitellään tutkimuksia

ja niiden tuloksia toimitusjohtajan vaihtumisesta ja yrityksen suorituskyvystä. Luvussa aihetta käsitellään myös aikavälivaikutusta sekä taloudellisen kriisin vaikutusta ja huomioidaan näiden vaikutus aiheeseen. Aiempien tutkimusten ja teorioiden perusteella johdetaan tutkielman hypoteesit.

Kuudennessa pääluvussa esitellään empiirisessä tutkimuksessa käytetyt tutkimuksen aineisto ja menetelmät. Aineistoa ja sen keräämistä kuvataan. Tutkimuksessa käytettävät selittävät ja selitettävät muuttujat esitellään. Myös kontrollimuuttujat ja niiden muodostaminen kuvataan. Muuttujista esitellään niistä myöhemmin käytettävät lyhenteet. Luvussa esitellään käytetty tutkimusmenetelmä sekä käytetyt regressioanalyysin mallit.

Seitsemännessä luvussa esitellään empiirisen tutkimuksen tulokset. Luvussa esitellään muuttujista johdetut tunnusluvut, jotka kuvailevat aineistoa. Muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet esitellään. Regressioanalyysin tulokset esitetään ja niiden tulokset analysoidaan. Analysointi esitetään hypoteesi kerrallaan ja hypoteesit hylätään tai hyväksytään tulosten analyysin pohjalta. Luvussa esitetään myös tutkimukseen liittyviä rajoitteita ja puutteita. Kahdeksannessa pääluvussa esitetään tutkielman yhteenveto, johtopäätökset sekä jatkotutkimusehdotukset.

2 Toimitusjohtajan rooli

Tässä luvussa käsitellään toimitusjohtajan roolia ja vastuita yrityksen johtotehtävissä. Luvussa käsitellään yleisimpiä teorioita yrityksen johdosta ja sen dynamiikasta, kuten agenttiteoriaa, jonka ajatuksia Jensen ja Meckling (1976) edistivät tutkimuksessaan. Esitelyssä on myös agenttiteoriasta johdettu ja teoriaa täydentävä stewardship-teoria. Molemmilla teorioilla on samanlainen ongelma lähtötilanteena, mutta näkökulmat ongelman määrittelylle ja ratkaisemiselle eroavat. Luvussa esitellään corporate governance -termi eli yhtiön hyvä hallinnointitapa, jota pidetään keskeisenä ideana yhtiön sisäisten asioiden sääntelyn käsittelemisessä (Mähönen ja Villa, 2019, s. 1). Luvussa käsitellään myös tutkimusta toimitusjohtajan toimikausien pituuksista ja siitä, miten vaihtumisen syitä voidaan jaotella.

Yhtiön hallitus nimittää toimitusjohtajan ja voi erottaa hänet. Hallitus päättää myös toimitusjohtajan palkitsemisesta ja valvoo hänen toimintaansa (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Toimitusjohtajan tehtävänä on hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa, vastata kirjanpidon lainmukaisuudesta sekä raportoida hallitukselle sen toimintaan tarvittavat tiedot (Osakeyhtiölaki 624/2006, 17 §). Hallinnointikoodi koostuu hyvästä hallinnointitapasta edistävistä suosituksista, ja koodi velvoittaa suomalaisia pörssiyrityksiä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Hallinnointikoodin mukaan toimitusjohtaja vastaa yhtiön operatiivisesta toiminnasta ja päivittäisistä hallinnollisista asioista (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Näiden lisäksi hallituksessa tehtävät päätökset tehdään pääsääntöisesti toimitusjohtajan esityksestä, ja toimitusjohtaja vastaa niiden täytäntöönpanosta. Toimitusjohtajan tehtäviin kuuluu yhtiön toiminnan organisointi, neuvottelu, yhtiön kannalta merkittävien järjestelyjen toteutus sekä yhtiön edustaminen (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025).

Yhtiön sidosryhmät odottavat toimitusjohtajalta yhtiön johdossa, asiantuntemusta, resursseja, motivaatiota ja auktoriteettia, ja kykyä sekä selviämään muutoksista että hyötyämään niistä (Monks ja Minow, 2011, s. 354). Ihmiset haluavat johtajan olevan rehellinen, kyvykäs, inspiroiva ja tulevaisuuteen suuntautunut (Kouzes ja Posner, 2017, s. 31).

Johtajan halutaan olevan uskottava ja luotettava, joka tarkoittaa, että johtaja pitää lupauksensa ja tekee sen, mitä on luvannut tehdä. Monks ja Minow (2011, s. 359) esittävät toimitusjohtajan suurimman haasteen olevan yhtiön menestyksestä johtuva kehityksen loppuminen. Haasteellisina aikoina organisaatio pyrkii aktiivisesti ratkaisemaan ongelmiinsa ja uudistamaan toimintaansa. Menestyksen vallitessa muutos- ja innovaatiohalu saattaa heikentyä. Mikäli toimintaa ei kehitytä jatkuvasti, organisaatio ei tehosta toimintaansa ja kasva. Toimitusjohtajalta edellytetäänkin sitoutumista muutosta ja kriittistä tarkastelua tukevaan organisaatiokulttuuriin sekä valmiutta jatkuvaan toiminnan arviointiin ja kehittämiseen (Monks ja Minow, 2011, s. 356). Tätä odotetaan myös silloin, kun vallitsevat toimintatavat näyttävät toimivina.

2.1 Agenttiteoria

Agenttiteoria kuvaa yrityksen ylimmän johdon ja osakkeenomistajien välistä dynamiikkaa ja sen ongelmia. Jensen ja Meckling (1976) määrittelevät agenttiteorian tutkimuksessaan päämies-agenttisuhteeksi tilanteen, jossa yksi tai useampi päämies valtuuttaa agentin toimimaan edustajanaan tehtävässä, mikä edellyttää päätösvalan delegoimista agentille. Agenttiteorian oletuksena on, että molemmat toimijat haluavat maksimoida saamansa hyödyn ja ajaa omia intressejään. Ongelma syntyy, jos päämiehen ja agentin intressit eroavat toisistaan. Ongelmatilanteessa päämies voi käyttää kannustimia motivoimaan agenttia toimimaan päämiehen intressien mukaisesti. Näiden kannustimien käytöstä syntyy kustannuksia, jotka Jensen ja Meckling (1976) ovat jakaneet kolmeen kategoriaan: valvontakustannukset, sitouttamiskustannukset ja residuaalitappiot. Valvonta- ja sitouttamiskustannukset syntyvät agentin valvonnasta ja sitouttamisesta, ja residuaalitappiot syntyvät, kun agentti ei kannustimista huolimatta toimi päämiehen intressien mukaisesti.

Päämies-agenttisuhteessa ongelmia voi muodostua erilaisista intresseistä ja tavoitteista yhtiön toiminnalle, johtamiselle ja tulokselle. Byrd ja muut (1998) jakavat päämies-agenttisuhteesta syntyvät ongelmat neljään kategoriaan: vaivannäkö, aikajänne, varojen

käyttö ja riskitaso. Vaivannäköongelma muodostuu, kun agentti ei ole motivoitunut näkemään yhtä paljon vaivaa kuin päämiehen oletus agentin vaivannäöstä on. Jensen ja Meckling (1976) esittävät, että johto on sitä vähemmän motivoituneempi ponnistelemaan, mitä vähemmän se omistaa yhtiöstä. Aikajänneongelmasta esitetään, että agentilla on lyhyempi tavoiteaikaväli toteuttaa ja saavuttaa investointien tuloksia kuin päämiehellä (Byrd ja muut, 1998). Ero johtuu siitä, että päämies uskoo ja olettaa yrityksen toiminnan jatkuvan ikuisesti, minkä takia päämiehen intressin mukaista on turvata jatkuva kassavirta ja toiminnan jatkuvuus pitkällä aikavälillä. Agentti hyötyy yhtiön tuloksista vain oman toimintakautensa aikana ja pyrkii tämän takia maksimoimaan lyhyen aikavälin tulokset. Agentin ja päämiehen intressit eroavat varojen käytöstä, koska agentin saama hyöty voi kasvaa ja päämiehen hyöty voi laskea, jos varoja käytetään esimerkiksi agentin henkilökohtaisiin tarkoituksiin tai muilla tavoilla väärin (Byrd ja muut, 1998). Riskitason ongelma syntyy, kun agentin ja päämiehen riskinottoerot eroavat. Päämies pystyy hajauttamaan riskejään hajauttamalla omistuksiaan monien eri yhtiöiden osakkeisiin, jolloin yhden yhtiön liiketoiminnallisen riskin merkitys pienenee, minkä takia päämies on usein halukas ottamaan suurempia riskejä mahdollistaakseen suuremman hyödyn. Agentin varat ovat sidonnaisia yhtiön menestykseen ja altistuvat voimakkaasti yhtiön suoriutumismenestyselle, minkä vuoksi agenttien ajatellaan usein olevan haluttomampia ottamaan riskejä (Byrd ja muut, 1998).

Päämies voi käyttää kannustimia ratkaisemaan suhteesta syntyviä ongelmia. Agenttiteorian mukaan päämies voi käyttää palkitsemista kannustimena agentin riskinottamistason säätelyssä; agentin palkkiosta osa voidaan sijoittaa yhtiön menestykseen. Graffin ja muut (2018) kuitenkin huomasivat tutkimuksessaan, että yritysten uusien toimitusjohtajien palkitsemisessa vahvistettiin heidän olemassa olevaa riskinottoa sijaan, että palkitsemisella motivoitaisiin riskinoton lisäämiseen. Toimitusjohtajia, jotka olivat varovaisempia riskien ottamisessa, palkkioitiin vähemmän suoriutumisperusteisesti, mutta uskaliaampia riskinottajia palkkioitiin enemmän perustuen yhtiön tulokseen (Graffin ja muut, 2018). Agenttiteorian mukaan riskiä pelkääviä agentteja tulisi palkita perustuen yrityksen tulokseen ja suoriutumiseen, kannustaen agentteja ottamaan enemmän riskejä.

Päämiehen eli yhtiön osakkeidenomistajien agenttina toimivat toimitusjohtaja sekä muu ylin johto. Agenttiteorian mukaisesti toimitusjohtajan on pyrittävä maksimoimaan omat voitot sekä minimoimaan oma vaivannäkö edistääkseen omia intressejään huolimatta päämiehen omista. Tämän takia teorian mukaan agenttien palkitseminen tulisi sitouttaa tulokseen. Elsayed ja Elbardan (2018) löysivät tutkimuksessaan merkitsevän yhteyden johdon palkitsemisen ja suorituskyvyn välillä. Tutkimus tukee agenttiteorian ajatusta siitä, että yhtiön hyvä suoriutuminen johtaa korkeampaan palkitsemiseen. Tutkimuksessa saatiin vahvistusta myös suhteen toiseen suuntaan toimimiselle eli johdon korkeampi palkitseminen johtaa korkeampaan suoriutumiseen ja kannattavuuteen (Elsayed ja Elbardan, 2018).

Agenttiteorian mukaan yrityksen johdon tehtävänä on toimia osakkeidenomistajien edustajana yhtiön tehtävissä ja hallituksen tehtävänä on valvoa toimitusjohtajaa ja hallita agenttiongelmia ja sen vaikutuksia. Teorian mukaan pienempi hallitus toimisi tehokkaammin kuin suurempi hallitus. Jensenin (1993) mukaan, kun hallituksen koko on yli seitsemän henkeä, valvonnan tehokkuus laskee ja toimitusjohtajan on helpompi hallita ja manipuloida hallitusta ja sen päätöksentekoa. Pienempien hallitusten yhtiöissä on vähemmän informaation epäsymmetriaa hallituksen ja toimitusjohtajan välillä (Yermack, 1996).

2.2 Stewardship-teoria ja muut organisaatiodynamiikan teoriat

Agenttiteorian lähtökohdat ovat talousteoreettiset ja teoriaa on kritisoitu sen tavasta yleistää ja yksinkertaistaa agenttien motiivit toimia ja halun saada hyötyä. Stewardship-teoria tarjoaa täydennystä agenttiteorialle yrityksen johdon dynamiikan tutkimuksessa (Davis ja muut, 1997). Stewardship-teoriassa otetaan huomioon myös käyttäytymispsykologia ja sosiologinen ajattelu. Teoriassa käsitellään myös tilanteita, joissa johtajien, eli stewardien, motiivit toimia ovat päämiesten intressien mukaiset. Tällaisia tilanteita

Jensen ja Meckling (1976) eivät huomioi agenttiteoriassa, vaan olettavat, että toimijoilla on aina halu maksimoida vain omaa hyötyään.

Stewardship-teorian oletuksena on, että steward, eli teorian agentti, toimii mieluiten organisaatiota hyödyttävällä tavalla, eli toimii mieluummin kollektiivisen hyödyn saavuttamiseksi kuin itsekeskeisesti ja individuaalisen hyödyn saamiseksi (Davis ja muut, 1997). Steward kokee hyötyvänsä myös itse, kun yhtiö hyöttyy ja kokee yhteistyön ja yhteisen hyvän tavoittelun hyödyllisimmäksi toimintatavaksi (Davis ja muut, 1997). Tilanteessa, jossa stewardin ja päämiehen intressit eroavat, steward valitsee päämiehiään hyödyttävän tavan toimia, ja hänen valintaansa voidaan pitää rationaalisena, koska steward kokee hyötyvänsä tästä myös itse välillisesti.

Stewardship-teorian ja agenttiteorian eroavaisuudet lähtevät niiden tekemistä oletuksista agenttien, stewardien ja päämiehien haluista ja tarpeista. Agenttiteorian mukaan toiminnan taustalla on agentin taloudellinen rationaalisuus ja hänen motiiveinaan ovat ulkoiset palkkiot ja aineelliset hyödykkeet, joilla on mitattava markkina-arvoa (Davis ja muut, 1997). Stewardship-teoriassa agentin motiivina toimii sisäiset palkkiot, joita ei voi yhtä helposti mitata. Sisäisiä palkkioita ovat esimerkiksi kasvun mahdollisuus, saavutukset ja itsensä toteuttaminen. Maslown (1943) motivaation ja ihmisen tarpeiden hierarkiassa sisäiset palkkiot kuuluvat huipulla oleviin itsensä toteuttamisen tarpeisiin ja ulkoiset palkkiot liittyvät alempiin tarvehierarkian tasoihin.

Yhteenvetona voidaan teorioiden eroavaisuuksista esittää niiden määritelmä ja kuvailu agentin toiminnasta ja lähtökohdista. Agenttiteoria esittää agentin yksinkertaisena toimijana, joka toimii itsekkäästi saavuttaakseen omat tavoitteensa välittämättä muiden haluista ja tavoitteista (Davis ja muut, 2013). Stewardship-teoria esittää agentin inhimillisempänä toimijana, joka ottaa huomioon yhtiön muut toimijat ja heidän intressinsä ja kokee kompromissien tekemisen ja muiden tavoitteiden saavuttamisen hyödyttävän myös heitä itseään (Davis ja muut, 1997).

Davis ja muut (2013) esittelevät myös muita organisaation dynamiikkaa käsitteleviä teorioita, joissa on erilaisia oletuksia siitä, kuinka yhtiöt, päämiehet ja agentit toimivat ja käyttäytyvät. Sosiaalisen vertailun teorian oletuksena on, että ihminen vertaa omaa asemaansa muihin samankaltaisiin ihmisiin ja pyrkii samaistumaan muihin. Pääomateorian mukaan ihmiset vertailevat käsitystään omien ponnisteluiden ja palkitsemisen suhteesta ja vertaavat sitä muiden ponnisteluiden ja palkitsemisen suhteeseen ja pyrkivät saamaan tasapainon omien ja muiden suhteiden välille.

Institutionaalisen teorian mukaan yhtiöt matkivat kilpailijoitaan ja erityisesti saman liiketoiminta-alan menestyksekkäitä yhtiöitä, vaikka kilpailijan toimintatavat eivät sopisi yhtiön omaan strategiaan Davis ja muut (2013). Sosiaalisen verkostoitumisen teorian mukaan yhtiön johdon sosiaalinen verkosto ja henkilökohtaiset suhteet vaikuttavat organisaation toimintaan ja tuloksiin Davis ja muut (2013). Toimitusjohtajan suhteet yhtiön ulkopuolella toimivat tiedon, vallan ja arvovallan lähteenä, ja hyvän ja arvostetun sosiaalisen verkoston katsotaan hyödyttävän sekä toimitusjohtajaa että yhtiötä. Organisaation dynamiikkaa ja sen tutkimista voidaan siis lähestyä monella eri tavalla riippuen teorian tutkimusalasta ja sen tekemistä oletuksista.

Hambrickin ja Masonin (1984) kehittämä upper echelons -teoria tutkii, miksi organisaatiot toimivat niin kuin ne toimivat ja mikä ohjaa ylimmän johdon käyttäytymistä. Teoria esittää, että johtajat eivät tee päätöksiä vain rationaalisesti vaan päätöksiä ohjaa psykologiset tekijät, kuten kognitiiviset mallit, arvot, kokemukset ja persoonalliset piirteet sekä demografiset tekijät kuten ikä ja koulutustausta. Teoria esittää, että organisaation toimintaa voi ennustaa tutkimalla johdon taustatekijöitä. Esimerkiksi yritykset, joissa on nuoria johtajia ottavat todennäköisemmin enemmän riskejä kuin yritykset, joissa on vanhempia johtajia (Hambrick ja Mason, 1984). Vaikka upper echelons -teoria osoittaa yhteyksiä toimitusjohtajan ominaisuuksien ja organisaation toiminnan ja suoriutumisen välillä, sitä on kritisoitu black box -ongelmasta (Neely ja muut, 2020). Teoria ei selitä niitä prosesseja ja kognitiivisia mekanismeja, joiden kautta johtajan ominaisuudet vaikuttavat strategiaan valintoihin. Teoria osoittaa korrelaatioita johdon ominaisuuksien ja yrityksen

suoriutumisen välillä, mutta ei huomioi, miten johtajan psykologiset ja demografiset tekijät vaikuttavat organisaation toimintaan.

2.3 Corporate Governance

Corporate governancessa eli hyvässä hallinnointitavassa on kyse säännöistä, joilla määritellään tehtävien, vastuun ja varallisuuden jako yhtiössä sen sidosryhmien, kuten osakkeenomistajien, johdon ja velkojien kesken (Mähönen ja Villa, 2019, s. 1). Perinteisesti corporate governancella ja hallinnoinnin säännöksillä on pyritty ratkaisemaan päämies-agenttisuhteen muodostama ongelma eli se, että päämiehen ja agentin intressit eroavat toisistaan (Berle ja Means, 1934). Zaman ja muut (2022) käsittelevät corporate governancea laajemmasta näkökulmasta, jossa perinteisen määritelmän lisäksi corporate governancessa otetaan huomioon yhtiön päätöksenteon seuraukset myös ei-taloudellisille sidosryhmille. Laajempi määritelmä ottaa huomioon rakenteet ja säännökset, jotka vaikuttavat kaikkiin osapuoliin, joilla on osuutta yhtiöön, sekä organisaation prosessit, jotka vaikuttavat sekä taloudellisiin että ei-taloudellisiin tuloksiin.

Suomalaisten pörssiyhtiöiden osalta hyvää hallinnointitapaa on säädetty Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n (2025) ylläpitämällä ja julkaisemalla hallinnointikoodilla. Hallinnointikoodi on laadittu täydentämään lainsäädännön asettamia velvoitteita pörssiyhtiöille. Hallinnointikoodin tavoitteena on edistää suomalaisten yhtiöiden korkealaatuisia hallinnointikäytänteitä sekä kansainvälistä vertailukelpoisuutta. Hallinnointikoodilla pyritään tukemaan arvonmuodostusta ja suomalaisten pörssiyhtiöiden kiinnostavuutta sijoituskohteena. Hallinnointikoodilla lisätään myös yhtiöiden hallinnoinnin ja palkitsemisen läpinäkyvyyttä ja yhtenäisyyttä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025).

Hallinnointikoodia noudatetaan noudata tai selitä -periaatteen mukaan (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Lähtökohtana on, että yhtiöt noudattavat hallinnointikoodin ohjeistuksia. Jos yhtiö poikkeaa ohjeistuksista, on tähän oltava perusteltu syy, ja tällöin yhtiön tulee kertoa, mistä ohjeistuksista se poikkeaa ja esittää syyt poikkeamiselle

(Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). On siis noudata tai selitä -periaatteen mukaista poiketa hallinnointikoodista, kun se on tarkoituksenmukaista ja perusteltua. Noudata tai selitä -periaatetta käytetään, koska se tarjoaa erilaisille yhtiöille joustavuutta hallinnointikoodin käytössä (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Se mahdollistaa ohjeistusten arvioinnin ja yhtiökohtaiset poikkeamiset toimintatavoissa, kun se on yhtiön olosuhteista ja lähtökohdista tarkasteltuna tarkoituksenmukaista ja poikkeavat toimintatavat voidaan katsoa yhtiön lähtökohdat huomioiden riittäviksi.

Edeltävä hallinnointikoodi astui voimaan 1.1.2020, tämän jälkeen pörssiyritysten hallinnointiin liittyvä sääntely on muuttunut, jonka takia uudessa 1.1.2025 voimaan astuneessa hallinnointikoodissa on tehty muutoksia koodin soveltamisalaa, hallinnoinnin raportointiin sekä hallituksen sukupuolijakauman, monimuotoisuuden ja valinnan suhteen (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Hallinnointikoodissa ohjeistetaan toimitusjohtajan asemasta ja toimitusjohtajan ehdosta sovittavan kirjallisesti, ja yhtiön hallituksen tulee hyväksyä kirjallinen sopimus. Sopimuksessa tulee määritellä toimitusjohtajan taloudelliset etuudet ja mahdolliset muut korvaukset. Hallinnointikoodi suosittaa myös, että toimitusjohtajaa ei tulisi valita hallituksen puheenjohtajaksi, koska hallituksen velvollisuutena on valvoa toimitusjohtajaa, ja tämä aiheuttaisi eturistiriidan. Jos toimitusjohtaja toimisi myös yhtiön hallituksen puheenjohtajana, päätösvaltaa ei olisi jaettu siten, että tosiasiallinen päätöksenvälta ei jää yhden henkilön käsiin. Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan ei tulisi olla hallituksen puheenjohtajana, koska toimitusjohtaja ei voisi toimia tässä hallituksen roolissa ajamatta omaa henkilökohtaista etuaan (Jensen, 1993). Hallinnointikoodi kuitenkin huomioi, että yhtiöllä voi olla olosuhteet, joissa yhtiön toimialan, toiminnan laajuuden tai omistajakunnan rakenteen vuoksi roolien yhdistämiselle on peruste.

Hallinnointikoodissa on ohjeistettu myös toimitusjohtajan palkitsemisesta ja erityisesti sen raportoinnista. Palkitsemisesta on ohjeistettu, että hallituksen tulee tehdä päätös toimitusjohtajan palkitsemisesta ja palkitsemisen tulee noudattaa yhtiön voimassa olevaa palkitsemispolitiikkaa. Arvopaperimarkkinlaki edellyttää, että palkitsemispolitiikan

olemassaolon lisäksi yhtiön tulee julkaista vuosittain palkitsemisraportti, jossa selostetaan toimielimille maksetut palkkiot (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Hallinnointikoodi täsmentää palkitsemisraportin sisällön ohjeistusta: johdanto, hallituksen palkkiot edelliseltä tilikaudelta sekä toimitusjohtajan palkkiot edelliseltä tilikaudelta. Nämä osiot sisältävät esimerkiksi hallituksen ja toimitusjohtajan vuosipalkkioiden ja muiden taloudellisten etuuksien raportoinnin sekä toimitusjohtajan kannustinjärjestelmiin perustuvia taloudellisista etuuksista raportoinnin (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025). Toimielinten palkitsemisraportin tarkoituksena on kuvata yhtiön palkitsemispolitiikan toteutumista. Palkitsemisraportti julkaistaan tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja corporate governance -selvityksen liitteenä vuosittain.

2.4 Toimikausi ja sen päättyminen

Eri tutkimuksissa on käytetty keskimääräisen toimitusjohtajan toimikauden pituudesta erilaisia määriä riippuen tutkimuksen otoksen havaintoyritysten määrästä, koosta, toiminta-alasta, maantieteellisestä paikasta sekä otoksen aikavälistä. Kaplan ja Minton (2012) määrittelevät keskimääräisen toimikauden pituudeksi kuusi vuotta, Weng ja Lin (2014) 6,6 vuotta ja Suherman ja muut (2021) 8,6 vuotta. Suomalaisten toimitusjohtajien keskimääräinen toimikauden pituus vuosien 1993–2000 välillä oli viisi vuotta (Maury, 2006). Aiemman tutkimuksen mukaan uudet toimitusjohtajat tekevät todennäköisemmin strategisia muutoksia kuin pidempään toimessa olleet toimitusjohtajat (Hambrick ja muut, 1993).

Hambrickin ja Fukutomin (1991) mukaan toimitusjohtajan toimikauteen liittyy erilaisia kausia, jolloin toimitusjohtajan vaikutus muuttuu ajan myötä. Toimikauden alkuvaiheessa toimitusjohtaja on muutosorientoitunut ja opettelee aktiivisesti yrityksen toimintamalleja ja kehittää ja uudistaa strategiaa. Toimessa oleva toimitusjohtaja alkaa ajan myötä vakiinnuttamaan strategista suuntaansa ja päätöksenteko stabilisoituu, ja suorituskyky saavuttaa huippunsa mallin mukaan (Hambrick ja Fukutomi, 1991). Pitkään toimessa olleet toimitusjohtajat eivät ole aktiivisesti oppimis- ja muutoshaluisia, vaan

innovatiivisuus ja kehitys heikkenee, joka saattaa johtaa organisaation suoriutumisen heikkenemiseen pidemmällä aikavälillä (Hambrick ja Fukutomi, 1991).

Pidempään yrityksen toimessa olleet sekä pidempään toimitusjohtajan toimessa olleet toimitusjohtajat ovat sitoutuneempia yrityksen olemassa oleviin käytäntöihin, ja heidän on vaikeampaa kuvitella ja toteuttaa vaihtoehtoisia toimintatapoja (Hambrick ja muut, 1993). Agenttiteoria tukee tätä, koska teorian mukaan agentti toteuttaa uusia ideoita, jos hän hyötyy niistä oman toimikautensa aikana, jolloin on todennäköisempää, että uusi toimitusjohtaja toimikautensa alussa edistää yhtiössä muutosta ja uusia toimintatapakeiluja ja myöhemmin toimikaudella muutoshaluisuus vähenee. Weng ja Lin (2014) määrittelevät toimitusjohtajan uutuus -termin (CEO newness), jossa otetaan huomioon toimikauden ajankohdan lisäksi toimitusjohtajan aiempi kokemus yhtiön ylimmästä johdosta, aiempi kokemus muista yhtiöstä sekä aiemman ja nykyisen yhtiön strateginen eroavaisuus ja toimialojen samanlaisuus. Toimitusjohtajan uutuudella on merkitystä muutos- ja riskinottohaluisuuteen ja sen lisääntymiseen (Weng ja Lin, 2014). Toimitusjohtajan iällä on myös vaikutusta hänen riskinottohaluisuuteensa, sillä ikääntyessään toimitusjohtaja haluaa todennäköisemmin pysyä aiemmissa toimintatavoissa välttämättä riskinottoa (Vroom ja Pahl, 1971).

Toimitusjohtajan palkkaaminen ja irtisanominen ovat yhtiön hallituksen tärkeimpiä tehtäviä (Gao ja muut, 2017). Toimitusjohtajan vaihtaminen tämän huonon suoriutumisen perusteella on merkki yhtiön toimivasta ja hyvästä hallinnointitavasta (Lafuente ja García Cestona, 2021). Joissain tapauksissa hallitus ei kuitenkaan irtisano toimitusjohtajaa, vaikka yritys suoriutuisi huonosti (Vandebeek ja muut, 2021). Tätä voidaan selittää esimerkiksi hallituksen ominaisuuksilla, sosiaalisilla syillä ja sillä, että huonon suoriutumisen takia muita johtajia, kuten talous- tai operatiivinen johtaja irtisanoaan, toimitusjohtajan sijaan (Vandebeek ja muut, 2021).

2.4.1 Päätymisen syyt

Toimitusjohtajan vaihtumiset jaotellaan perinteisesti pakotetuiksi ja vapaaehtoisiksi vaihtumisiksi. Parrino (1997) määrittelee vapaaehtoisiksi toimitusjohtajan vaihtumisiksi tilanteet, joissa eronnut toimitusjohtaja ottaa vastaan samankaltaisen position toisessa yhtiössä tai eroaa henkilökohtaisista tai muista organisaatioon liittymättömistä syistä, kuten eläköityy. Pakotettuihin lähtöihin Parrino (1997) luokittelee, jos Wall Street Journal raportoi, toimitusjohtajan irtisanomisesta, pakotetusta tai erimielisyyksien vuoksi lähtemisestä. Jos toimitusjohtaja on alle 60-vuotias eikä lähtö johdu, terveydentilasta, kuolemasta tai toisen position vastaanottamisesta, lähteminen luokitellaan pakotetuksi (Parrino, 1997).

Kaplan ja Minton (2012) esittävät, että osa vapaaehtoisiksi vaihtumisiksi ilmoitetuista toimitusjohtajan vaihtumisista ei ole vapaaehtoisia, koska motiivit niiden taustalla ovat samanlaiset kuin pakotettujen. Tutkimuksessaan he jaottelevat toimitusjohtajan vaihtumisten syyt sisäisiin eli hallituslähtöisiin ja ulkoisiin eli yritysosaston ja konkurssin seurauksiin. Jenter ja Lewellen (2021) jakavat samanlaisen kritiikin vapaaehtoinen-pakotettu jaotteluun. Heidän mukaansa aiemmassa kirjallisuudessa pakotetut vaihtumiset erotetaan vapaaehtoisista toimitusjohtajan ominaisuuksien, etenkin iän, perusteella, eikä yhtiön suoriutumista huomioida. Jenter ja Lewellen (2021) käyttävät jaottelussaan perusteena yhtiön suorituskykyä: jos vaihtuminen tapahtuu, kun yhtiöllä on alhainen suorituskyky, oletetaan, että vaihtuminen on huonon suoriutumisen seuraus. Vapaaehtoisiksi ilmoitetut vaihtumiset tapahtuvat usein, kun yhtiö suoriutuu huonosti, joten voidaan tulkita, että vaihtumisen syy on suoriutumislähtöistä.

2.4.2 Uuden toimitusjohtajan nimittäminen

Hallitus vastaa uuden toimitusjohtajan nimittämisestä ja palkitsemisesta (Arvopaperimarkkinayhdistys ry, 2025) sekä toimitusjohtajan suoriutumisen seuraamisesta (Argenti, 2016). Hallinnointikoodi ei säätele toimitusjohtajan nimitysprosessia suomalaisissa

yrityksissä, vaan yrityksen hallituksella on päätävä valta prosessin kulusta. Toimitusjohtajan nimittäminen on kuitenkin hallituksen merkittävimpiä ja näkyvimpiä päätöksiä. Wiersema ja muut (2018) osoittavat tutkimuksessaan, että toimitusjohtajan nimittäminen ei ole vain osaamiseen perustuva päätös, vaan siihen vaikuttaa mm. sosiaalinen pääoma ja henkilökohtaiset sidokset. Samanlaiset taustatekijät, kuten sama koulutustausta tai aiempi työpaikka lisäävät toimitusjohtajan todennäköisyyttä tulla valituksi tehtävään (Wiersema ja muut, 2018). Cook ja muut (2024) tutkivat naistoimitusjohtajia ja heidän toimikausiaan. Tutkimuksessa huomattiin, että naistoimitusjohtajilla oli lyhyempiä toimikausia kuin miehillä, ja että nimitys tilanteessa, jossa yritys suoriutuu huonosti, lyhentää naistoimitusjohtajan toimikautta. Nimityksen kontekstilla on siis vaikutus toimitusjohtajan toimikauteen.

3 Kriisi

Tässä luvussa esitellään millaisia kriisejä yritykset voivat kokea. Luvussa määritellään taloudellisen kriisin termiä ja esitellään yritysten keinoja hallita kriisejä ja selviytyä niistä. Kriisi on tilanne, jossa toimintaympäristön äkillinen muutos pakottaa yrityksen reagoimaan nopeasti mahdollistaakseen yrityksen selviytymisen (Wenzel ja muut, 2021). Kriisit muuttavat yritysten strategisen päätöksen teon kontekstia, jossa usein myös luodaan innovaatioita (Wenzel ja muut, 2021). Kriisi voi olla monia yrityksiä koskettava, kuten kansainvälinen finanssikriisi tai maailmanlaajuinen koronapandemia. Kriisitilanteilla on erilaiset vaikutukset yrityksiin riippuen niiden toimialasta, ominaisuuksista ja muista tekijöistä, kuten taloudellista tilanteesta ennen kriisiä. Kriisi voi olla myös yritysکوhtainen taloudellinen kriisi, joka näyttäytyy maksuvaikeuksina ja pääomarakenteen heikkenemisenä.

3.1 Taloudellinen kriisi

Organisaation taloudellinen tilanne on merkittävä huolenaihe yrityksen sidosryhmille, kuten sijoittajille, johdolle, toimialan osallisille, sillä maksukyvyttömyyden uhka voi vaarantaa yrityksen toiminnan jatkuvuuden (Tron, 2021). Taloudellinen kriisi ei kuitenkaan tarkoita yritystoiminnan välitöntä päättymistä, vaan sillä on tilanneriippuvaiset vaikutukset yritykseen ja sen sidosryhmiin (Wruck, 1990).

Rahoitusteoreettisesti yrityksen taloudellinen kriisitilanne määritellään korkeaksi tilanteeksi ja se voi vaarantaa yrityksen optimaalisen pääoman rakenteen (Tron, 2021). Yritys, joka on taloudellisesti kriisissä ei pysty tekemään sovittuja suorituksia velkojille ja velkojat saattavat aloittaa oikeudelliset perintätoimet (Tron, 2021). Wruck (1990) määrittelee taloudellisesti vaikeuksissa olevan yrityksen sellaiseksi, joka ei pysty hoitamaan nykyisiä velvoitteitaan. Velvoitteet voivat pitää sisällään maksamattomia velkojia toimittajille ja työntekijöille, todelliset tai mahdolliset oikeudenkäyntikustannukset ja myöhästyneet lainaerä- tai korkomaksut (Wruck, 1990). Taloudelliset vaikeudet voivat

johtaa yrityksen maksukyvyttömyyteen ja kasvattaa sen konkurssiriskiä (Wruck, 1990). Tämän takia kriisiyritystä on mielekästä mitata käyttämällä maksuvalmiuden tunnuslukuja. Maksuvalmiuden tunnuslukuja esitellään luvussa 4.3. Tunnusluvuista erityisesti current ratiota ja sen viitearvoja käytetään tässä tutkielmassa kriisiyrityksen määrittelyyn.

3.2 Kriisin hallinta

Wenzel ja muut (2021) tunnistavat neljä strategista tapaa hallita kriisiä: supistaminen, säilyttäminen, uudistuminen tai poistuminen. Supistamisella tarkoitetaan kustannusten ja toimintojen supistamista, jolla on tarkoitus vakauttaa kassavirtaa ja estää suorituskyvyn lyhyen aikavälin heikentyminen. Supistaminen on väliaikainen ratkaisu, koska pitkään jatkunut toiminnan supistaminen voi uhata yrityksen kilpailukykyä ja kasvua (Wenzel ja muut, 2021). Jatkaminen tarkoittaa yrityksen strategian ylläpitämistä kriisistä huolimatta. Jatkamisen strategia voi olla toimiva, jos kriisi on väliaikainen, mutta jatkuvassa kriisitilanteessa toiminnan ennallaan säilyttäminen voi vaarantaa yrityksen likviditeetin ja pääomarakenteen (Wenzel ja muut, 2021). Uudistamisella tarkoitetaan strategian ja liiketoiminnallisten valintojen uudistamista ja muuttamista. Uudistaminen voi olla tehokasta, jos kriisi on pitkäkestoinen ja paluu aiempaan markkinatilanteeseen on epärealistista (Wenzel ja muut, 2021). Poistuminen tarkoittaa kriisin seurauksena tapahtunutta liiketoiminnan tai sen osa-alueen lakkauttamista. Poistuminen voi vapauttaa resursseja ja lisätä esimerkiksi uudistamisen mahdollisuutta (Wenzel ja muut, 2021).

Tutkimuksen mukaan Aasian 1997–1998 finanssikriisin jälkeen yritykset hallitsivat taloudellisia vaikeuksiaan erityisesti velkojen uudelleenjärjestelyillä, omaisuuserien myynnillä sekä muilla yritysjärjestelyillä (Sengupta ja Faccio, 2011). Taloudellisen kriisin hallintaratkaisun valintaan vaikutti sekä yrityksen taloudellinen tilanne että hallinnointitekijät (Sengupta ja Faccio, 2011). Esimerkiksi keskitetty omistajuus vähentää omaisuuden myynnin todennäköisyyttä ja lisää todennäköisyyttä hakeutua yritysjärjestelyihin silloin kun enemmistöomistaja ei ole yrityksen johdossa (Sengupta ja Faccio, 2011). Poliittiset

kytkökset kasvattavat tutkimuksen mukaan todennäköisyyttä velkajärjestelyihin ja omaisuuden myyntiin (Sengupta ja Faccio, 2011).

Routledge ja Morrison (2012) tutkivat, haetaanko taloudellisessa kriisissä maksujärjestelyihin strategisena päätöksenä ja miten hallinnointimekanismit vaikuttavat hakeutumisen todennäköisyyteen. Tutkimuksen tulosten mukaan riippumattomampi hallitus, tarkastusvaliokunnan olemassaolo ja kaksoisroolissa toimiva toimitusjohtaja lisäävät todennäköisyyttä hakeutua vapaaehtoisesti maksujärjestelyihin (Routledge ja Morrison, 2012). Toimitusjohtajan kaksoisrooli saattaa lisätä todennäköisyyttä hakeutua maksujärjestelyihin, koska toimitusjohtajalla on sisäpiiritietoa yrityksen tilanteesta ja hänellä on kaksoisroolin takia myös pitkän aikavälin intressit yrityksen toiminnan jatkuvuudesta. Strategisena päätöksenä ja oikea-aikaisesti tehty maksujärjestely lisää yrityksen todennäköisyyttä selviytyä taloudellisista vaikeuksista (Routledge ja Morrison, 2012). Tehokas valvonta lisää johdon kannustimia tehdä nopeita päätöksiä ja toteuttaa kriisinhallintaa.

Dowell ja muut (2011) tutkivat millä tavalla toimitusjohtajan ja hallituksen ominaisuudet vaikuttavat yrityksen selviytymiseen kriisistä. Riippumaton hallitus tekee tehokkaammin päätöksiä kriisitilanteissa ja vaihtaa todennäköisemmin huonosti suoriutuvan toimitusjohtajan, mikä tarkoittaa, että hallitus täyttää tehtävänsä valvoa toimitusjohtajan suoriutumista (Dowell ja muut, 2011). Pienempi hallitus on tehokkaampi kriisitilanteissa, koska se pystyy reagoimaan ja tekemään päätöksiä nopeasti. Vakaassa taloudellisessa tilanteessa vähemmän riippumattomat hallitukset liittyvät pienempään epäonnistumisen riskiin, sillä johdolla voi olla pitkän aikavälin intressit (Dowell ja muut, 2011). Toimitusjohtajaan, jolla on enemmän valtaa, liittyy alhaisempi riski epäonnistua ja kriisitilanteessa valta on hyödyksi, sillä keskitetyn päätöksenteon takia toimitusjohtaja pystyy tekemään nopeammin päätöksiä (Dowell ja muut, 2011). Toimitusjohtajan liiallinen valta voi kuitenkin johtaa hallituksen valvonnan vastustamiseen ja se voi olla normaalissa taloustilanteessa riskitekijä. Kriisitilanteessa nopea ja keskitetty päätöksenteko voi olla kuitenkin ratkaisevampaa selviytymisen kannalta kuin tiukka valvonta (Dowell ja muut, 2011).

4 Suorituskyky

Tässä luvussa käsitellään yrityksen suorituskykyä ja sen mittaamista. Luvussa tarkastellaan myös toimitusjohtajan suorituskyvyn luokittelua ja sen mittaamista. Käsitellään operatiivisen suorituskyvyn käsitettä, mutta luvussa keskitytään aiheen kannalta olennaiseen taloudellisen suorituskyvyn käsitteeseen, tilinpäätösanalyysiin ja taloudellisen suoriutumisen mittaamista. Luvussa esitellään tarkemmin taloudellisen suorituskyvyn mittareina käytettyjä kannattavuuden ja maksuvalmiuden tunnuslukuja. Esitellään myös markkinaperusteinen tunnusluku. Luvussa käsitellään myös tunnuslukujen käyttämistä ja valitsemista tutkimukseen sekä aiemmissa toimitusjohtajan vaihtumisen ja yrityksen suorituskyvyn suhteen tutkimuksissa käytettyjä suorituskyvyn mittareita. Esiteltyjä tunnuslukuja käytetään tutkielman empiirisessä osassa muuttujina.

Mittaamisella on tärkeä rooli yrityksen edistymisen ja tavoitteiden saavuttamisen seuraamisessa, kehittymisen mahdollisuuksien tunnistamisessa sekä suoriutumisen vertailussa sisäisiin ja ulkoisiin odotuksiin ja standardeihin (Oakland ja muut, 2021, s. 121). Mittareita käytetään prosessienhallinnassa ja suorituskyvyn parantamisessa, ja niiden avulla saadaan tietoa, kuinka yrityksen prosessit ja ihmiset suoriutuvat ja mittaaminen motivoi yrityksiä suoriutumaan paremmin (Oakland ja muut, 2021, s. 121). Yrityksen prosessien mittaaminen on yrityksen johtamisen kannalta olennaista ja usein on sanottu, että: ”et voi kontrolloida sitä, mitä et voi mitata ja et voi hallita sitä, mitä et voi kontrolloida” (Oakland ja muut, 2021, s. 198).

Yrityksen suorituskyvyllä tarkoitetaan kykyä saavuttaa asetettuja tavoitteita asetetuilla ulottuvuuksilla, kykyä maksimoida omistajien hyöty ja saavuttaa omistajien ja muiden sidosryhmien tarpeet (Laitinen, 2003, s. 466). Yrityksen suorituskyky voidaan jakaa operatiiviseen ja taloudelliseen suorituskykyyn (González-Benito, 2005). Operatiivinen suorituskyky kuvaa yrityksen laatua, kustannuksia, joustavuutta, luotettavuutta ja nopeutta. Taloudellinen suorituskyky kuvaa yrityksen voittoja, tuottoja ja kannattavuutta. Taloudellinen suorituskyky tarkoittaa siis yrityksen saavuttamia tuloksia ja operatiivinen suorituskyky tarkoittaa tuloksien taustalla olevia määrääviä tekijöitä (Saunila, 2014).

Yrityksen suorituskykyä voidaan tarkastella koko yrityksen osalta tai sen sisällä eri yksiköiden osalta, kuten hallituksen tai toimitusjohtajan suorituskykyä (Epstein ja Roy, 2005). Toimitusjohtajan suorituskykyä voidaan mitata taloudellisilla ja ei-taloudellisilla mittareilla. Epstein ja Roy (2005) esittelevät tutkimuksessaan yhtiöiden käyttämiä mittareita toimitusjohtajan suorituskyvyn mittaamisessa. Tutkimuksen kaikki yhtiöt käyttivät jotain taloudellista mittaria, kuten toimitusjohtajan tuloja, yhtiön kassavirtaa, tulosta, osakekurssia tai muita yrityksen taloudellisia tunnuslukuja, kuten kokonaispääoman tuottoasetta. Muita mittareita, joita yhtiöt saattoivat käyttää, olivat esimerkiksi asiakassuhteiden hallintaan liittyvä asiakastyytyväisyys, strategiseen suunnitteluun liittyvä edistyminen kohti strategisia tavoitteita ja johtajatyöliin liittyvät johtajuus ja yhteistyö -mittarit. Muita suorituskyvyn kategorioita tunnistettiin olevan operaatioiden johtaminen, ulkoisten suhteiden johtaminen, henkilöstöjohtaminen, etiikka ja arvot, kontrollit ja riskien hallinta, innovaatiot sekä työterveys ja -turvallisuus (Epstein ja Roy, 2005).

Hyvästä operatiivisesta suorituskyvystä käytetään myös termiä "lean" (González-Benito, 2005). Lean-tuotantotavassa käytetään puolet vähemmän kaikkea: vähemmän ihmisten vaivannäköä, vähemmän tilaa, vähemmän investointeja ja vähemmän insinöörien aikaa tuotteen suunnitteluun, jonka toteutukseen käytetään vähemmän aikaa tuotannossa (Samuel ja muut, 2015). Lean-tuotannossa päämittarit ovat laatu, kustannus ja toimitus, jotka ovat operatiivisen suorituskyvyn mittareita. Näkökulma lean-tuotannon kirjallisuudessa ja tutkimuksessa on vaihtunut kustannusten vähentämisestä arvon luomiseen herättäen keskustelua vaihtoehtoisista liiketoimintatavoista (Samuel ja muut, 2015).

Saunila (2014) tutki yritysten innovaatiokyvyn vaikutusta yrityksen operatiiviseen ja taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuksen lähestymistapa oli kvantitatiivinen, joten operatiivisen suorituskyvyn mittaamista lähestyttiin kyselytutkimuksella ja yrityksen johdon ja työntekijöiden tuli vastata, millaiseksi he kokivat yrityksen operatiivisen suorituskyvyn olevan. Tutkimuksessa käytettiin kyselyä mittaamaan myös taloudellista suorituskykyä. Myös González-Beniton (2005) tutkimuksessa tuotannon proaktiivisuuden vaikutuksesta

yrittäjien suorituskykyyn käytettiin operatiivisen suorituskyvyn mittaamisessa kyselytutkimusta, jossa yhtiön johtaja arvioi, millä tasolla yrityksen operatiivinen suorituskyky on verrattuna kilpailijoiden tasoon. Tutkimuksessa taloudellisen suorituskyvyn mittaamiseen käytettiin yrityksen tilinpäätöstietoja ja taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukuja. Adem ja Virdillä (2024) aineiston keräämistapa oli samankaltainen: operatiivista suorituskykyä mitattiin kyselytutkimuksella ja taloudellista suorituskykyä mitattiin tilinpäätöstiedoista saadulla datalla.

4.1 Taloudellinen suorituskyky

Tilinpäätös on yrityksen tärkeimpiä viestejä ulkomaailmalle yrityksen taloudesta ja sen tavoitteena on antaa oikea ja riittävä kuva yrityksen taloudellisesta tilanteesta (Leppiniemi ja muut, 2005). Tilinpäätöksen kohderyhmänä on kaikki ne käyttäjät, joille tilinpäätöksen sisältö voi olla hyödyllinen. Näihin käyttäjiin kuuluvat esimerkiksi sijoittajat, yrityksen henkilöstö, lainanantajat, asiakkaat ja muu yleisö (Leppiniemi ja muut, 2005). Tilinpäätöstä luetaan joko asiakirjoja lukemalla ja tulkitsemalla tai laskemalla tunnuslukuja, joita käytetään erityisesti, kun ollaan syventymässä tilinpäätöksen tietoihin (Leppiniemi ja muut, 2005). Tunnuslukujen avulla kuvataan ja analysoidaan yrityksen taloutta ja ne auttavat yritysten välisessä vertailussa. Tunnusluvuilla saadaan tietoa yrityksen taloudellisesta toimintakyvystä, joka jakautuu kannattavuuteen, maksuvalmiuteen ja vakavaraisuuteen (Leppiniemi ja muut, 2005). Salmen ja muiden (1990) mukaan myös yrityksen kasvu ja sen tunnusluvut ovat näiden lisäksi merkittäviä tekijöitä yrityksen taloudellisen toimintakyvyn tarkastelussa.

Seuraavat luvut tarkastelevat tunnuslukuja, jotka kuvaavat yrityksen taloudellista toiminta- ja suorituskykyä. Luvut esittelevät kannattavuuden ja maksuvalmiuden tunnuslukuja, jotka ovat oleellisia esitellä tutkielman aiheen kannalta. Myös markkinaperusteinen Tobinin Q esitellään. Lukujen esimerkeissä esitellään myös tunnuslukujen laskukaavat.

4.2 Kannattavuus

Kannattavuuden absoluuttinen mittari on tilikauden tulos (Leppiniemi ja muut, 2005). Kannattavuuden tunnuslukuja käytetään eri kokoisten yritysten tulosten vertailuun ja yrityksen kannattavuuskehityksen seuraamiseen (Leppiniemi ja muut, 2005). Kannattavuutta tarkastellessa on arvioitava, onko yrityksen tulos ollut poikkeuksellisen hyvä tai huono ja onko taloudellinen suhdanne ollut poikkeuksellinen (Kallunki, 2022, s. 80). Poikkeuksellisessa tilanteessa kannattavuuden tunnusluvut eivät anna oikeaa kuvaa yrityksen taloudesta.

Kannattavuuden tunnuslukujen muodostamiseen on kaksi periaatetta: yrityksen 12 kuukauden tulosta verrataan joko liikevaihtoon tai pääomaan (Leppiniemi ja Kykkänen, 2023, s. 160). Liikevoittoprosentti ja käyttökate ovat voittoprosenttilukuja, joissa liikevoittoa tai käyttökate verrataan liikevaihtoon. Ne antavat kuvan yrityksen katteesta: kuinka monta tulossenttiä yhdestä myyntieurosta jää yritykselle (Leppiniemi ja Kykkänen, 2023, s. 160). Pääoman tuottoasteet ovat tunnuslukuja, joissa tilikauden tulosta verrataan yrityksen pääomaan. Tunnusluvut kertovat, kuinka kannattavasti ja tehokkaasti yritys on käyttänyt investointejaan tuloksen aikaansaamiseksi (Seppänen, 2011, s. 72). Kokonaispääoman tuottoaste eli Return on Assets (ROA) on kannattavuuden tunnusluku, joka mittaa kaikille investoinneille saatua tuottoa, suhteuttamalla tilikauden tuloksen tilikauden kokonaisinvestointien määrään, eli taseen loppusummaan (Seppänen, 2011, s. 73). Kokonaispääoman tuottoaste mittaa, kuinka tuottavasti investointeja on käytetty, riippumatta siitä, miten investoinnit on rahoitettu ja millainen rahoitusrakenne yrityksellä on. Kokonaispääoman tuottoasteen laskutapa on esitetty kaavassa (1).

$$ROA = \frac{\text{Nettotulos} + \text{rahoituskulut} + \text{verot (12 kk)}}{\text{Kokonaispääoma}} \times 100 \% \quad (1)$$

Kaavassa (1) kokonaispääomalla tarkoitetaan oikaistun taseen loppusummaa keskimäärin tilikaudella ja rahoituskuluilla tarkoitetaan korkokuluja ja muita rahoituskuluja, joihin

on lisätty kurssitappiot (Yritystutkimus ry, 2017). Kokonaispääoman tuottoasteen vertailukelpoisuutta vähentää yritysten mahdollisuus käyttää eri tavoin arvonorotuksia. Yrityksillä, jotka ovat tehneet arvonorotuksia, tuottoprosentti jää alhaisemmaksi kuin yrityksillä, jotka eivät ole tehneet arvonorotuksia. Yritystutkimus ry:n (2017) ohjearvojen mukaan yli 10 % kokonaispääoman tuottoaste on hyvä, 5–10 % on tyydyttävä ja alle 5 % on heikko.

Oman pääoman tuottoaste eli Return on Equity (ROE) kuvaa, kuinka paljon yritys on tuottanut sen omalle pääomalle. Tunnusluku kuvaa kannattavuutta erityisesti omistajien näkökulmasta (Kallunki, 2022, s. 105). Luku kuvaa, miten tehokkaasti yrityksen johto on toiminut investointien operoinneissa ja kuinka tehokkaasti johto on käyttänyt velkaa tuottaakseen omistajien yritykseen sijoittamalle pääomalle tuottoa (Seppänen, 2011, s. 72). Mitä parempi yrityksen tulos on ja mitä alhaisempi oman pääoman määrä ja mitä enemmän velkapääomaa on yrityksen rahoitusrakenteessa, sitä korkeampi on oman pääoman tuottoaste (Seppänen, 2011, s. 72). Oman pääoman tuottoasteen laskentatapa on kuvattuna kaavassa (2).

$$ROE = \frac{\text{Nettotulos (12 kk)}}{\text{Oikaistu oma pääoma keskimäärin tilikaudella}} \times 100 \% \quad (2)$$

Oman pääoman tuoton tavoitearvot määräytyvät omistajien tuottovaatimuksen ja yritykseen sijoittamiseen liittyvän riskin mukaan (Yritystutkimus ry, 2017). Oman pääoman tuottoa verrataan siihen vaihtoehtoiseen tuottoon, joka olisi saatu vaihtoehtoisista sijoituskohteista (Leppiniemi ja muut, 2005).

4.3 Maksuvalmius

Maksuvalmius eli likviditeetti tarkoittaa yrityksen kykyä selviytyä maksuvelvoitteistaan, ja yrityksen rahojen joka hetkistä riittävyttä (Leppiniemi ja muut, 2005). Hyvällä likviditeetillä yritys pystyy suorittamaan maksunsa kassavaroilla ja nopeasti rahoiksi

muutettavalla omaisuudella, eikä yrityksen tarvitse ottaa kalliita lyhytaikaisia rahoituksia tai maksaa viivästyskorkoja (Kallunki, 2022, s. 124). Myöskään ylilikviditeetti ei ole tavoiteltavaa, koska ylilikviditeetti tarkoittaa, että yrityksellä on heikosti tuottavia sijoituksia ja kassavaroja, mikä laskee pääoman tuottoa (Kallunki, 2022, s. 124).

Maksuvalmiuden tunnuslukuja ovat quick ratio ja current ratio. Quick ratio on tiukempi maksuvalmiuden tunnusluku, koska siinä likvideiksi varoiksi lasketaan vain rahoitusomaisuus (Kallunki, 2022, s. 125). Current ratioissa ajatellaan, että myös vaihto-omaisuus voidaan realisoida nopeasti rahaksi (Yritystutkimus ry, 2017). Current ration ohjearvoissa yli 2 on hyvä, 1–2 on tyydyttävä ja alle 1 arvo on heikko (Yritystutkimus ry, 2017). Current ration laskutapaa kuvaa kaava (3).

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Vaihto-omaisuus} + \text{rahoitusomaisuus}}{\text{Lyhytaikainen vieras pääoma}} \quad (3)$$

Quick ratio ja current ratio ovat staattisen maksuvalmiuden lukuja, ja ne kuvaavat tilinpäätöshetken tilannetta (Yritystutkimus ry, 2017). Dynaamista maksuvalmiutta voidaan tutkia kassavirtalaskelmasta ja se mittaa tulorahoituksen riittävyyttä tilikauden aikana (Yritystutkimus ry, 2017). Maksuvalmiuden tilanne voi muuttua nopeasti yksittäisiin tapahtumiin perustuen, joten maksuvalmiudesta tehtävissä johtopäätöksissä tulee olla varovainen, jos tilinpäätös on ainut peruste maksuvalmiuden tutkimiselle (Leppiniemi ja muut, 2005). Rahojen yleistä riittävyyttä tilinpäätöksen perusteella voi kuitenkin arvioida.

4.4 Tobinin Q

Tilinpäätösanalyysin tunnuslukujen lisäksi käytetään usein markkinaperusteisia tunnuslukuja (Leppiniemi ja muut, 2005). Markkinaperusteisissa tunnusluvuissa käytetään tilinpäätöstietojen lisäksi markkinoilta saatua tietoa, jota yrityksen laskentajärjestelmä ei tuota (Leppiniemi ja muut, 2005). Tobinin Q on markkinapohjainen tunnusluku, jonka on

esitellyt James Tobin (1969). Se kuvastaa yrityksen kykyä luoda lisäarvoa sen osakkeenomistajille (Sargent, 1980). Tunnuslukua voidaankin pitää erityisen merkityksellisenä yrityksen sijoittajille (Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116). Tobinin Q heijastelee markkinoiden odotusta yrityksen tulevaisuuden suorituskyvystä ja tuotoista (Sargent, 1980). Tunnusluvun arvosta voidaan päätellä, onko sen osakkeet yli- vai aliarvostettuja (Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116). Tobinin Q vertaa yrityksen arvoa sen jälleenhankinta-arvoon, tunnusluvun laskutapa on esitetty kaavassa (4).

$$Tobinin\ Q = \frac{Osakkeiden\ markkina-arvo + Velkojen\ kirja-arvo}{Oman\ pääoman\ kirja-arvo + Velkojen\ kirja-arvo} \quad (4)$$

Tunnusluvun ollessa yli yksi, osakkeiden voidaan päätellä olevan yliarvostettuja, mikä voi johtua siitä, että yrityksen tuotto-odotukset ovat korkeammat kuin tuottovaatimukset (Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116). Tunnusluvun ollessa alle yksi, osakkeiden voidaan sanoa olevan aliarvostettuja, eikä yrityksen uskota käyttävän resurssejaan tehokkaasti. Tobinin Q:n antamaa arvoa tulee vertailla muihin yrityksiin, koska osakemarkkinoiden arvostustasot vaihtelevat ajan mukaan (Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116). Yritysten Tobinin Q arvojen perusteella voidaan päätellä, millainen osakemarkkinoiden arvostustaso on, ja ovatko osakkeet yli- tai aliarvostettuja (Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116).

4.5 Tunnuslukujen valinta

Tunnuslukuja analysoidessa tulisi tarkastella useampaa tunnuslukua, jotta voidaan saada kokonaiskuva yrityksen taloudelliseen suoriutumiseen vaikuttavista tekijöistä (Seppänen, 2011, s. 67). Yhden tunnusluvun avulla on vaikeaa saada oikeaa ja riittävää käsitystä yrityksen talouden tilanteesta, mutta koska tunnuslukuja on satoja, tulisi keskittyä analyysin kannalta keskeisiin tunnuslukuihin. Tunnusluvut tulisi valita analysoijan tavoitteiden ja käyttötarkoituksen perusteella (Seppänen, 2011, s. 70). Analyysin tavoitteista huolimatta, valituilla tunnusluvuilla tulee toteutua validius, reliabiliteetti sekä ymmärrettävyys (Salmi, 2020).

Salmen (2020) mukaan tunnusluvun validius tarkoittaa, että se mittaa sitä, mitä sen on tarkoitus mitata. Jos tunnusluvulla halutaan mitata kannattavuutta, luku mittaa yrityksen kannattavuutta eli se toimii mittaajan käyttötarkoituksen mukaisesti. Reliabiliteetti eli luotettavuus tarkoittaa, että tunnusluku ei ole riippuvainen sen mittaajasta (Salmi, 2020). Jos eri mittaaja saa tunnusluvun arvoksi eri luvun, ei tunnusluku ole luotettava. Koska tilinpäätöksessä ja sen tulkinnassa on paljon harkinnanvaraisuutta analysoijat saattavat saada poikkeavia arvoja tunnusluvuista oman harkinnan ja valintojen takia (Salmi, 2020). Poikkeaviin arvoihin vaikuttaa myös se, että tunnusluvuilla on harvoin standardeja laskukaavoja, ja analysoijat voivat muokata laskutapaa omien tavoitteiden ja tarpeiden mukaisiksi (Seppänen, 2011, s. 70). Tunnusluvun laskukaavat vaikuttavat myös tunnusluvun ymmärrettävyyteen. Tunnusluvun käytön edellytys on, että käyttäjä tietää, mitä tunnusluku mittaa, ja millä tavalla ja laskukaavalla luku on saatu (Salmi, 2020).

Tunnuslukuja valitessa on syytä tarkastella myös aiemmassa aiheen tutkimuksessa käytettyjä tunnuslukuja. Seuraavaksi tarkastellaan toimitusjohtajan vaihtumisen ja yrityksen suorituskyvyn väliseen suhteeseen liittyviä tutkimuksia, ja mitä tunnuslukuja on käytetty kuvaamaan yrityksen suorituskykyä. Kalbouneh ja muut (2023) käyttävät tutkimuksessaan kokonaispääoman tuottoastetta sekä oman pääoman tuottoastetta kuvaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä. Gao ja muut (2017), Chijoke-Mgbame ja muut (2023) sekä Jatana (2023) käyttävät vain yhtä tunnuslukua: kokonaispääoman tuottoastetta. Kim ja muut (2021) käyttävät oman pääoman tuottoasteen lisäksi yrityksen tuottavuutta sen suorituskyvyn mittarina. Tutkimuksessa yrityksen tuottavuus lasketaan jakamalla kokonaisynti työntekijöiden lukumäärällä. Kato ja Long (2006) käyttävät tutkimuksessaan useampaa suorituskyvyn mittaria: kokonaispääoman tuottoastetta, kokonaispääoman tuottoasteen muutosta, voittoastetta, voittoasteen muutosta sekä osaketuottoa.

Aiemmissa tutkimuksissa käytetyt suorituskyvyn tunnusluvut vaihtelevat, mutta toistuvasti on käytetty kannattavuuden tunnuslukuja, kuten kokonaispääoman tai oman pääoman tuottoastetta, mittaamaan suorituskykyä. Tämä on perusteltua, koska tutkittaessa

kuinka toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa yritykseen halutaan tarkastella toimitusjohtajan vaikutusta yrityksen ominaisuuksiin kuten kannattavuuteen ja tuottavuuteen, joihin hän pystyy vaikuttamaan ja joihin hänen toivotaan vaikuttavan (Kalbouneh ja muut, 2023). Tutkimuksissa käytettyjen tunnuslukujen määrä vaihtelee, mutta on perustellumpaa käyttää useampaa kuin yhtä tunnuslukua mittaamaan yrityksen suoriutumista (Sepänen, 2011, s. 67). Tämän vuoksi ja aiempien tutkimusten käyttämiin mittareihin pohjaten valitaan tämän tutkimuksen empiiriseen osaan ROA, ROE ja Tobinin Q mittaamaan yrityksen taloudellista suorituskykyä. ROA ja ROE tarjoavat tietoa yrityksen kirjanpidollisesta kannattavuudesta yleisestä sekä omistajien näkökulmasta. Tobinin Q esittää markkinoiden odotukset yrityksen tulevaisuudesta, eikä perustu pelkkään historiadataan. Näillä kolmella mittarilla voidaan arvioida ja esittää yrityksen taloudellista suorituskykyä monipuolisesti. Kriisiyritystä määriteltessä käytetään current ratio -tunnuslukua ja sen raja-arvoa 1. Jos tunnusluku on alle 1, yrityksen voidaan ajatella olevan kriisissä.

5 Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus taloudelliseen suori- tuskykyyn

Toimitusjohtajan vaihtuminen on merkittävä tapahtuma yrityksen johdossa, jolla voi olla vaikutus yrityksen päivittäiseen toimintaan, johtamiseen, suoriutumiseen sekä kannattavuuteen. Toimitusjohtajalla voi olla myös merkittävä rooli taloudellisen kriisin aikana ja siitä selviytymisen todennäköisyydessä. Tässä luvussa tarkastellaan, millainen yhteys toimitusjohtajan vaihtumisella ja yrityksen suorituskyvyllä on. Aiempi tutkimus tarkastelee suhdetta tutkimalla sekä suorituskyvyn vaikutusta toimitusjohtajan vaihtumisen todennäköisyyteen, että toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutusta yrityksen suorituskykyyn. Luvussa huomioidaan, onko vaihtumisen vaikutus erilainen lyhyellä ja pitkällä aikavälillä ja millä tavoin aiempi tutkimus havaitsee toimitusjohtajan vaihtumisen vaikuttavan suorituskykyyn, kun yritys on taloudellisessa kriisissä ennen vaihtumista. Luvussa käsitellään tutkimusten tuloksia ja aiempien tutkimusten pohjalta johdetaan tutkielman hypoteesit.

5.1 Vaihtumisen vaikutus suorituskykyyn

Merkittäviä tutkimuksia toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutuksesta yrityksen suorituskykyyn on tehty jo 1980-luvulla (Coughlan ja Schmidt, 1985; Warner ja muut, 1988; Weisbach, 1988). Myös tämän jälkeen vaihtumisen ja suorituskyvyn suhdetta on tutkittu paljon empiirisillä menetelmillä huomioiden erilaisia vaikuttavia tekijöitä. Toimitusjohtajien vaihtuminen on lisääntynyt merkittävästi 2000-luvulla, mikä lisää sen kiinnostavuutta tutkimuksen kohteena (Burr, 2007; Kaplan ja Minton, 2012). Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen suorituskyvyllä on agenttiteorian näkökulmasta positiivinen, koska teorian mukaan uusi toimitusjohtaja on halukas tekemään strategisia muutoksia ja innovaatioita sekä parantamaan yrityksen suoriutumista.

Positiivinen suhde saa myös vahvistusta osasta aiemmista tutkimuksista. Haveman ja muiden (2001) tuloksissa löydettiin merkitsevä positiivinen yhteys sille, että

toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen suoriutuminen parantui välittömästi. Huson ja muut (2004) vahvistivat tutkimuksessaan improved management -hypoteesin eli parantuneen johdon -hypoteesin, joka tarkoittaa, että toimitusjohtajan vaihtaminen parantaa johdon laatua, joka johtaa yrityksen parantuneeseen suoriutumiseen. Tutkimuksessa huomattiin, että toimitusjohtajan vaihtamisen jälkeen yrityksen suorituskyky parantui, kun sitä mitattiin OROA:lla eli operatiivisella tuotolla varoille (Huson ja muut, 2004). Parantuneen johdon -hypoteesin vahvistus tukee ajatusta, että uusi toimitusjohtaja on laadukkaampi ja pyrkii parempaan kuin edellinen johtaja, jonka takia yrityksen suorituskyky paranee muutoksen jälkeen.

Tutkimuksen mukaan myös markkinat odottavat suorituskyvyn paranevan, kun toimitusjohtajan vaihdosta ilmoitetaan (Huson ja muut, 2004). Eli toimitusjohtajan vaihdosta voitaisiin pitää hyvänä uutisena. Burns ja muut (2023) eivät löydä tukea tälle väitteelle tutkimuksessaan. Kansainvälisessä otoksessa markkinoiden reaktio ei ollut tilastollisesti merkitsevä, mutta maakohtaisessa tarkastelussa löytyi merkitseviä reaktiota, jotka olivat sekä positiivisia että negatiivisia (Burns ja muut, 2023). Tutkimuksen mukaan markkina-reaktio on yhteydessä yrityksen aiempaan suorituskykyyn, mutta ei osaketuottoihin. Markkinareaktio oli positiivisempi, kun yrityksen hallitus oli riippumaton ja hallituksen jäsenillä oli toimialakokemusta (Burns ja muut, 2023). Tätä saattaa selittää sijoittajien usko siihen, että yrityksillä on paremmat valvontamekanismit, joiden takia myös luottamus toimitusjohtajan vaihtumisen onnistumiseen olisi suurempi.

Kesner ja Dalton (1994) tutkivat 1980-luvulla tapahtuneita toimitusjohtajan vaihdoksia ja tekivät hypoteesin, että johdon vaihtumisen vaikutus taloudelliseen suoriutumiseen ei ole lineaarista vaan kaarevalineaarista. Hypoteesia perusteltiin sillä, että vähäinen johdon vaihtuminen johtaa korkeisiin kustannuksiin ja vähään innovaatioon, mutta poikkeuksellisen korkea vaihtuvuus johtaa suuriin muutoksiin ja turbulenssiin yrityksen päätöksenteossa (Kesner ja Dalton, 1994). Tutkimuksen tuloksissa ei saatu kuitenkaan tilastollisesti merkitsevää tulosta vahvistamaan hypoteesia. Kim ja muut (2021) löysivät tilastollisesti merkitsevän yhteyden sille, että toistuva toimitusjohtajan vaihtuminen

vaikuttaa negatiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimus osoittaa, että mitä useammin toimitusjohtajan vaihtuu lyhyen aikavälin sisällä, sitä matalampi tuottavuus ja heikompi ROE yrityksellä on (Kim ja muut, 2021). Vaikutusta pienentää tutkimuksen mukaan, jos yrityksellä on korkeampi sukupuolten välinen ja koulutustason moninaisuus (Kim ja muut, 2021). Schepker ja muut (2017) tulivat tuloksissaan johtopäätökseen, että toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa suorituskykyyn negatiivisesti lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmällä aikavälillä vaikutusta ei voida sanoa olevan. He puoltavat näkemystä, että pidemmän aikavälin vaikutukset eivät johdu itse vaihdoksesta vaan strategisista muutoksista ja uuden toimitusjohtajan lähtökohdista (Schepker ja muut, 2017).

Aiempien tutkimusten tulokset eivät ole yksimielisiä siitä, onko toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn positiivinen vai negatiivinen. Eri-tyisesti negatiivista vaikutusta on havaittu tilanteissa, joissa toimitusjohtajan vaihdoksia on useita lyhyellä aikavälillä. Markkinoiden reaktion on huomattu olevan positiivinen uutiseen toimitusjohtajan vaihtumisesta ja sijoittajien odotus on, että suorituskyky paranee. Tutkimukset löytävät tukea myös tälle odotukselle. Myös agenttiteoria tukee odotusta, että toimitusjohtajan vaihtuminen aiheuttaa positiivisen vaikutuksen yritykselle. Agenttiteorian mukaan päämiehet tavoittelevat omaa hyötyään ja näin ollen toimitusjohtajan vaihtaminen toimii valvontatoimena, jonka tarkoituksena on parantaa yrityksen tehokkuutta. Tällöin hallitus toteuttaa omaa tehtäväänsä johdon valvomisessa ja toimitusjohtajan erottamisessa sekä uuden nimittämisessä. Aiemman tutkimuksen ja agenttiteorian pohjalta johdetaan tutkielman ensimmäinen hypoteesi:

H1: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

5.1.1 Suorituskyvyn vaikutus vaihtumiseen

Toimitusjohtajan vaihtumisen ja yrityksen taloudellisen suorituskyvyn välistä suhdetta tarkasteltaessa aiemmat tutkimukset ovat usein keskittyneet vaihtumis-suorituskyky-

suhteeseen, jolloin tutkitaan suorituskyvyn vaikutusta toimitusjohtajan vaihtumiselle. Suhteen on johdonmukaisesti tutkittu olevan negatiivinen, eli kun yritys suoriutuu huonosti, toimitusjohtaja vaihdetaan (Brickley, 2003; Chijoke-Mgbame ja muut, 2023; Kalbouneh ja muut, 2023). Osa tutkimuksista ei ole kuitenkaan löytänyt merkitsevää yhteyttä vaihtumis-suorituskyky -suhteelle (Defond ja Park, 1999; Durukan ja muut, 2012; Hazarika ja muut, 2012; Jatana, 2023). Brickleyn (2003) tutkimuksessa suhde oli tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen. Hän kuitenkin esittää, että toimitusjohtajan ikä on merkitsevämpi tekijä toimitusjohtajan vaihtumisen syynä kuin yrityksen suoriutuminen. Muita vaihtumiseen vaikuttavia tekijöitä ovat ulkopuolisten jäsenten osuus hallituksessa, osakkeiden ulkopuolinen omistus, alan ominaisuudet ja kilpailu tuotemarkkinoilla. Pienemmissä yrityksissä todennäköisyys vaihtaa toimitusjohtaja huonon suoriutumisen perusteella on korkeampi kuin isoissa yrityksissä, joissa toimitusjohtaja vaihtuu todennäköisimmin iän takia (Brickley, 2003).

Maury (2006) tutki suorituskyvyn vaikutusta ylimmän johdon vaihtumiseen suomalaisissa pörssiyrityksissä. Otoksessa oli mukana yritykset, joissa oli tapahtunut ylimmän johdon vaihtumisia kahdeksan vuoden aikana, vuosien 1993–2000 välillä. Tutkimuksen mukaan suomalaisten yritysten toimitusjohtajat vaihdetaan todennäköisemmin, kun yritys on suoriutunut huonosti. Tutkimuksessa Maury (2006) selvitti myös, että toimitusjohtaja ei todennäköisemmin vaihdeta suoriutumisperusteisesti, jos toimitusjohtaja on myös hallituksen puheenjohtaja.

Agenttiteorian sekä corporate governancen näkökulmista on perusteltua, että suorituskyky vaikuttaa toimitusjohtajan vaihtamisen todennäköisyyteen. Toimitusjohtajan vaihtaminen on hallituksen käyttämä kurinpitomekanismi, jolla se voi täyttää veloitteensa valvoa johdon toimintaa. Huonosti suoriutuva yritys liitetään usein huonosti suoriutuvaan toimitusjohtajaan, jolloin johdon uudistaminen olisi perusteltua. Puffer ja Weintropin (1991) mukaan toimitusjohtajan vaihtumisen ja yrityksen suorituskyvyn välisen suhteen tutkimuksen epäkohdat liittyvät suorituskyvyn mittaamiseen käytettyihin mittareihin. Heidän mukaansa tulisi tarkastella päätöksentekojärjestelmän eli hallituksen odotuksia

toimitusjohtajan ja yrityksen suoriutumisesta. Heidän mukaansa tehokas ja tarkoituksenmukainen mittari mittaa hallituksen odotuksia toimitusjohtajan suoriutumisesta. Tutkimuksessaan Puffer ja Weintrop (1991) löysivät käänteisen yhteyden toimitusjohtajan vaihtumiselle ja suorituskyvyn mittarina käytetylle vuotuiselle osakekohtaiselle tuotolle, kun osakekohtainen tuotto (EPS) oli alhaisempi kuin hallituksen odotuksissa.

Myös Farrell ja Whidbee (2003) painottavat tutkimuksessaan yrityksen suorituskyvyn sijasta poikkeamaa odotetusta suoriutumisesta. Huonon ja poikkeavan suoriutumisen seurauksena vaihdetun toimitusjohtajan tilalle tulee heidän tutkimuksensa mukaan usein ulkopuolinen toimitusjohtaja. Ulkopuolisen toimitusjohtajan valinta saattaa johtua siitä, että ulkopuolisen johtajan uskotaan muuttavan yhtiön toimintatapoja ja strategiaa tavalla, joka voisi mahdollistaa paremman tuloksen ja suoriutumisen tulevaisuudessa. Yrityksen toimessa olleiden toimitusjohtajien on vaikeampi muuttaa yrityksen olemassa olevia tapoja ja käytäntöjä, koska he ovat jo sitoutuneet ja tottuneet niihin (Farrell ja Whidbee, 2003; Hambrick ja muut, 1993).

5.2 Vaikutus lyhyellä ja pitkällä aikavälillä

Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen suorituskykyyn voidaan odottaa agenttiteorian perusteella olevan positiivinen lyhyellä aikavälillä, koska uusi toimitusjohtaja on nimittämisensä jälkeen valmiimpi innovoimaan, tekemään muutoksia ja ottamaan riskejä kasvattaakseen oman toimikautensa aikana koettua hyötyä. Pitkällä aikavälillä vaikutuksen voidaan odottaa teorian mukaan olevan pienempi, koska pidempään toimessa ollut toimitusjohtaja ei välttämättä enää hyödy muutoksista toimikautensa aikana ja näin ollen ei toteuta muutoksia ja ota riskejä. Päämies-agenttiongelman voidaan siis olettaa kasvavan ja yrityksen suoriutumisen heikkenevän tämän takia pidemmällä aikavälillä.

Agenttiteoriasta johdettua oletusta tukee myös aiemmat tutkimukset: Havemanin ja muiden (2001) tutkimuksessa havaittiin välitön positiivinen vaikutus yrityksen suoriutumiselle toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen, mutta vaikutus pieneni ajan kuluessa.

Positiivinen vaikutus pysyi kuitenkin jopa viiden vuoden ajan vaihtumisen jälkeen (Have-
man ja muut, 2001). Salvi ja muut (2024) tutkivat toimitusjohtajan vaihtumisen vaiku-
tusta yrityksen suorituskykyyn vaihtumisen jälkeen globaalissa kontekstissa. Tutkimuk-
sen tuloksissa saatiin positiivinen yhteys toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutukselle ja
uusi toimitusjohtaja paransi yrityksen suorituskykyä erityisesti lyhyellä aikavälillä. Suori-
tuskykyä parantava vaikutus väheni kahden toimivuoden jälkeen, eikä ollut enää merkit-
sevä kolmannen vuoden kohdalla.

Schepker ja muiden (2017) tutkimus ei tue muita aiempia tutkimuksia positiivisista ly-
hyen aikavälin vaikutuksista, sillä heidän tuloksissaan lyhyen aikavälin vaikutus oli nega-
tiivista ja pitkän aikavälin vaikutukset eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Hambrickin
ja Fukutomin (1991) mallin mukaan toimitusjohtaja kokee erilaisia kausia toimikauden
edetessä. Mallin mukaan suoriutuminen on huipussaan toimikauden keskivaiheilla, kun
toimitusjohtaja on vakiintunut tehtävässään ja löytänyt strategisen suunnan, mutta ei
ole muutoshaluton ja tylsistynyt virassaan, jolloin suoriutuminen heikkenee (Hambrick
ja Fukutomi, 1991). Aiempi tutkimus ei kuitenkaan tukenut tätä kaarevalineaarista mallia,
jolloin suorituskyky olisi huipussaan vasta myöhemmin kuin välittömästi toimitusjohta-
jan vaihtuessa (Kesner ja Dalton, 1994).

Agenttiteorian ja aiemman tutkimuksen mukaisesti johdetaan tutkielman toinen hypo-
teesi. Hypoteesissa oletetaan, että suorituskyky paranee toimitusjohtajan vaihtumisen
jälkeen, mutta vaikutus pienenee ja muuttuu ei merkitseväksi pidemmällä aikavälillä. Ly-
hyenä aikavälinä määritellään olevan 1–2 vuotta toimitusjohtajan nimitysvuodesta ja pit-
känä aikavälinä 3–5 vuotta nimityksen jälkeen. Johdettu hypoteesi on:

H2: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti lyhyellä aikavälillä, mutta pit-
källä aikavälillä vaikutusta ei havaita.

5.3 Vaikutus taloudellisesti kriisissä olevaan yritykseen

Tron ja muut (2023) tarkastelevat kriisin ennustamista taloudellisilla ja hallinnollisilla muuttujilla. Tutkimuksessa kriisin mittarina käytetään pankkien määrittelemää epätodennäköinen maksamaan -luokitusta, joka ennakoii mahdollista maksukyvyttömyyttä. Taloudellisella suorituskyvyllä on merkittävä rooli kriisin ennakoinnissa, mutta tulosten mukaan erityisesti toimitusjohtajan vaihtuminen ja hallituksen pysyvyys parantaa kriisin ennustettavuutta (Tron ja muut, 2023). Tulokset siis viittaavat siihen, että kriisitilanteessa toimitusjohtajan rooli korostuu yrityksen strategisessa päätöksenteossa ja kriisistä selviytymisessä, ja toimitusjohtajan vaihtaminen voi vaikuttaa merkittävästi yrityksen tilanteeseen. Kriisin jälkeen toimitusjohtaja valitaan usein hänen kykyjen ja osaamisen mukaan, ja valitut johtajat ovat kokeneita muutosjohtajia (Ghannam ja muut, 2019). Kriisitilanteessa toimitusjohtajan vaihtaminen mahdollistaa yritykselle pääsyn uuden nimitetyn henkilön tarjoamaan osaamiseen ja asiantuntijuuteen, joka voi tukea yrityksen mahdollisuutta selviytyä taloudellisesta kriisistä (Ghannam ja muut, 2019).

Salvin ja muiden (2024) tutkimuksen mukaan kriisissä olevan yrityksen suorituskyky Altmanin Z-arvolla mitattuna parantui merkitsevästi, kun toimitusjohtaja vaihtui. Yritykset, joiden taloudellinen tilanne oli vakaa, eivät kokeneet toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen merkitsevää vaikutusta suorituskykyyn (Salvi ja muut, 2024). Toimitusjohtajan vaihtuminen voidaan siis nähdä tehokkaana suoriutumista korjaavana hallinnollisena toimena kriisitilanteessa.

Lin ja muut (2020) tulivat tutkimuksessaan johtopäätökseen, että toimitusjohtajan vaihtaminen ei pelkästään pysty parantamaan sen suorituskykyä kriisitilanteessa, vaan toimitusjohtajan vaihtaminen voi olla edellytys toiminnan jatkumiselle, jos esimerkiksi konkurssi on todennäköinen vaihtoehto. Toiminnan jatkumista tukee uuden johtajan nimityksen tuoman osaamisen lisäksi se, että tutkimuksen mukaan huonosti suoriutuneelle yritykselle annetaan todennäköisemmin uusia lainoja, jos se on vaihtanut toimitusjohtajansa.

Aiempien tutkimusten pohjalta havainnoidaan, että yritys, joka on taloudellisen tilanteensa osalta kriisissä ja kokee vaikeuksia maksukyvyssään, suoriutuu taloudellisesti paremmin toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen. Agenttiteorian mukaan toimitusjohtajan vaihtuessa päämies-agenttiongelmia saadaan korjattua ja päämiesten kontrolli vahvistuu. Kriisitilanteessa riskin välttely voi lisääntyä ja johto voi yrittää piilotella huonoa suoriutumistaan, eli päämies-agenttiongelmia on suurempi kuin normaalitilanteessa. Tällöin toimitusjohtajan vaihtaminen on tehokas kurinpitomenetelmä, jonka vaikutus on voimakkaampi kriisitilanteessa kuin normaalitilanteessa. Tästä johdetaan tutkielman kolmas ja viimeinen hypoteesi:

H3: Taloudellisesti kriisissä olevan yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan vaihtuminen.

6 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

Tutkielman empiirisessä osassa selvitetään tilastollisin keinoin, miten toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa yrityksen taloudellisen suorituskyvyn mittareihin. Tutkimuksessa tarkastellaan vaikutusta sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Tutkimuksessa tarkastellaan myös vaikutusta, kun yrityksen maksuvalmius on heikolla tasolla ennen vaihdosta eli yrityksen voidaan ajatella olevan taloudellisesti kriisissä. Tässä luvussa esitellään tutkimuksen hypoteesit ja kuvaillaan tutkimuksessa käytettävää aineistoa ja sen alkuperää. Luvussa määritellään myös tutkimuksen muuttujat ja niiden lyhenteet sekä esitellään tutkimusmenetelmänä käytettävän regressioanalyysin malli.

Aiheen aikaisempien tutkimusten, merkityksellisten teorioiden pohjalta ja erityisesti Salvia ja muita (2024) mukaillen on päädytty tutkielman kolmeen hypoteesiin. Hypoteeseja testataan empiirisin menetelmin regressioanalyysin avulla.

H1: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

H2: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä vaikutusta ei havaita.

H3: Taloudellisesti kriisissä olevan yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan vaihtuminen.

6.1 Tutkimusaineisto

Aiheen aiempia tutkimuksia on toteutettu usein ulkomaalaisten yritysten tilinpäätöstiedoilla. Tämän takia on mielekästä tutkia aihetta suomalaisten yritysten tilinpäätöstietojen pohjalta. Aineistona käytetään suomalaisia suuria ja keskisuuria yrityksiä, joiden toimitusjohtajan vaihtumisten data sekä taloudellisen suorituskyvyn tunnusluvut sekä

muut muuttajat on saatu Orbis-tietokannasta. Otosta haettaessa tietokannasta rajauksena käytettiin suomalaisia suuria ja keskikokoisia yrityksiä. Orbis määrittelee suuriin yrityksiin ne, joilla on yli 10 miljoonan euron liikevaihto, yli 20 miljoonan euron kokonaisvarat tai yli 150 työntekijää (Bureau Van Dijk, n.d.). Keskikokoisiin yrityksiin Orbis määrittelee yritykset, joilla on yli miljoonan euron liikevaihto, yli 2 miljoonan euron kokonaisvarat tai yli 15 työntekijää (Bureau Van Dijk, n.d.).

Näillä rajauksilla yrityksiä Orbiksesta löytyi 52202. Tarkastelussa on toimitusjohtajan vaihdokset, jotka ovat tapahtuneet vuosien 2011 ja 2018 välillä. Tutkimusanalyyssissä käytettävässä otoksessa on mukana 215 suomalaista yritystä, joilla on tapahtunut toimitusjohtajan vaihdos vuosien 2011 ja 2018 välillä, ja joilla löytyi Orbiksesta tarvittavat tunnusluvut analyysin suorittamiseen. Aineistossa on huomioitu tunnusluvut vuosi ennen toimitusjohtajan vaihdosta, vaihdosvuonna sekä 1–5 vuotta vaihdoksen jälkeen. 215 yrityksestä on tehty yritys-vuosi-havaintoja yhteensä 1757, jotka on järjestetty paneelinaistoon regressioanalyysin suorittamista varten. Koska yhtenä selitettävänä muuttujana on käytetty markkinaperusteista Tobinin Q:ta, joka on saatavilla vain pörssilistatuille yrityksille, käytetään Tobinin Q:ta koskevissa analyyseissä pienempää osuutta tutkielman aineistosta. Osaotos koostuu niistä yrityksistä, joille Tobinin Q oli saatavilla Orbis-tietokannasta ja osaotoksesta on poistettu viisi yritystä, sillä tunnusluku oli saatavilla vain osalle tarkasteluvuosista. Osaotos koostuu 61 yrityksestä ja 623 yritys-vuosi-havainnosta.

Hypoteesissa kolme tutkitaan taloudellisesti kriisissä olevia yrityksiä. Taloudellisesti kriisissä oleva yritys määritellään tutkimuksessa heikon maksukyvyn eli alhaisen current ration avulla. Hypoteesin mukaisesti tarkastellaan yrityksiä, jotka ovat taloudellisesti kriisissä vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Näitä yrityksiä on aineistossa 48, joista on 406 yritys-vuosi-havaintoa.

6.2 Selittävä ja selitettävät muuttujat

Tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn. Tutkimuksen selittävä muuttuja on siis toimitusjohtajan vaihtuminen. Tieto toimitusjohtajan vaihtumisvuodesta on saatu Orbis-tietokannasta ja tästä on muodostettu dummy-muuttuja siten, että muuttujan arvo on 1 vuosina, kun toimitusjohtaja vaihtuu ja arvo on 0 vuosina, kun toimitusjohtaja ei vaihdu. Dummy-muuttujasta ja yritys-vuodesta on muodostettu EventTime-muuttuja, joka on -1 vuosi ennen vaihdosvuotta, 0 vaihdos vuonna ja 1–5 vaihdoksen jälkeen riippuen siitä, montako vuotta vaihdoksesta on kulunut. EventTime-muuttuja mahdollistaa toimitusjohtajien vaihdosten vertailun yritysten välillä. EventTime-muuttujan yhteydessä on luotu EventID-muuttuja, joka huomioi yritykset, joissa vaihdoksia on tapahtunut useammin. EventID on 1 yrityksen ensimmäisen toimitusjohtaja vaihdon aikana, kunnes yrityksellä on useampi vaihdos ja EventID-muuttuja saa arvoja numerosta 2 eteenpäin. EventID-muuttujalla voidaan tunnistaa, montako vaihdosta yrityksellä on.

Tutkielman aiheen mukaan selittävä muuttuja pyrkii selittämään yrityksen taloudellista suorituskykyä. Suorituskykyä mitataan Orbiksesta saaduilla tunnusluvuilla: kokonaispääoman tuottoaste (ROA), oman pääoman tuottoaste (ROE) ja Tobinin Q. Tunnuslukujen valinnassa on mukailtu aiheen aiempia tutkimuksia, joissa suorituskykyä mitataan usein kannattavuuden tunnusluvuilla, kuten ROA:lla ja ROE:lla, sekä pörssilistattujen yritysten osalta markkinaperusteisella Tobinin Q:lla. ROA ja ROE ilmaisee koko otoksen kirjanpidoista kannattavuutta ja Tobinin Q ilmaisee osaotoksen markkinaperusteista näkemystä yrityksen arvosta. Yrityksen suorituskykyä ilmaisevat selitettävät muuttujat ovat kaikilta EventTime-vuosilta eli yhdestä vuodesta ennen vaihdosta 5 vuotta vaihdoksen jälkeen.

6.3 Kontrollimuuttujat

Tässä tutkimuksessa selittävä muuttujana käytetään toimitusjohtajan vaihtumista. Ei ole kuitenkaan todennäköistä, että vain toimitusjohtajan vaihtuminen selittäisi yrityksen

suorituskykyä ja sen muutoksia. Tämän vuoksi tutkimukseen valitaan kontrollimuuttujiksi aiempia tutkimuksia mukaillen yrityksen koko, kasvu, velkaisuus ja aiempi kannattavuus.

Yrityksen kokoa mitataan yrityksen varojen määrällä eli taseen loppusummalla. Koska varojen vaihteluväli on yritysten välillä suurta, käytetään vaihteluvälin normalisoinniksi kokonaisvaroista otettua luonnollista logaritmia. Kasvua mitataan liikevaihdon muutoksella, joka on suhteutettuna taseen loppusummaan. Yrityksen velkaisuutta kuvataan pitkäaikaisen velan määrän osuudella taseen loppusummasta. Aiempaa kannattavuutta mitataan edeltävän vuoden kokonaispääoman tuottoasteella eli aiemman vuoden ROA:lla.

Selittävän, selitettävien ja kontrollimuuttujien lisäksi aineistossa on muodostettu hypoteesia 3 varten tarvittava aineiston rajausmuuttuja eli kriisin dummy-muuttuja. Dummy-muuttuja saa arvon 1, kun current ratio on heikko eli alle 1 vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Yritysten current ratio on saatu suoraan Orbis-tietokannasta. Tästä johdetaan hypoteesissa 3 käytettävä osa-aineisto, joka sisältää yritykset, joiden ajatellaan olevan taloudellisesti kriisissä vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista.

6.4 Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset

Taulukossa 1 kuvataan tutkimuksessa käytettyjä muuttujia. Taulukossa ilmaistaan muuttujien lyhenteet, joita käytetään myöhemmin tässä tutkielmassa sekä niihin liittyvät kuvaukset.

Taulukko 1. Muuttujien lyhenteet ja niiden kuvaukset.

Muuttuja	Kuvaus
CEO_DUMMY	Toimitusjohtajan vaihtumista kuvaava muuttuja (0=ei ole vaihtunut, 1=on vaihtunut)
EventTime	Aika suhteessa toimitusjohtajan vaihtumiseen, jossa 0 on vaihdosvuosi
EventID	Yksilöllinen ja yrityskohtainen tunniste toimitusjohtajan vaihtumistapahtumalle

Muuttuja	Kuvaus
ROA	Kokonaispääoman tuottoaste eli Return On Assets
ROE	Oman pääoman tuottoaste eli Return On Equity
TOBIN_Q	Tobinin Q
CURRENT_RATIO	Current ratio
CRISIS_DUMMY	Kriisiyritystä kuvaava muuttuja, jolla current ratio on alle 1 vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista (1=kriisiyritys, 0=ei ole kriisiyritys)
KOKO	Taseen loppusummasta otettu luonnollinen logaritmi
KASVU	Liikevaihdon muutos suhteutettuna taseen loppusummaan
VELK	Pitkäaikaiset velat suhteutettuna taseen loppusummaan
PREV_YEAR_ROA	Aiemman vuoden kokonaispääoman tuottoaste eli Return On Assets

6.5 Tutkimusmenetelmä

Tutkielman tutkimusmenetelmänä käytetään regressioanalyysiä. Regressioanalyysi on tilastollinen menetelmä, jonka tarkoituksena on kuvata selittävien ja selitettävän muuttujien välistä mahdollista korrelaatiota (Heikkilä, 2014, s. 222). Tutkimusmenetelmänä käytetään tarkemmin kiinteiden vaikutusten mallia, joka on valittu mukailleen Salvia ja muita (2024) tutkimaan toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutusta suorituskykyyn. Regressioanalyysi kiinteillä mallilla pyrkii kontrolloimaan ajassa vakioitavia yritysten ominaisuuksia. Kiinteiden vaikutusten mallin sopivuutta aineiston analysointiin tarkastellaan Hausman-testin avulla. Hausman-testin p-arvon $<,0001$ tilastollisesti merkitsevyyden johdosta satunnaismallin oletus hylätään ja kiinteiden vaikutusten mallin käyttö hyväksytään. Empiirinen analyysi perustuu paneeliregressioihin, joissa tutkitaan yrityksen suorituskyvyn selittymistä toimitusjohtajan vaihdoksella. Mallien yleistetty muoto on esitetty kaavassa 5.

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^5 \beta_k \text{EventTime}_{k,it} + \beta_2 \text{Kontrollit}_{it} + \gamma_i + \epsilon_{it} \quad (5)$$

Missä:

Y_{it} on selitettävä muuttuja (ROA, ROE ja Tobinin Q)

$EventTime_{k,it}$ on selittävä muuttuja (toimitusjohtajan vaihtoa kuvaavat dummy-muuttajat)

$Kontrollit_{it}$ ovat kontrollimuuttajat (koko, kasvu, velkaisuus ja aiempi kannattavuus)

γ_i ovat yrityskohtaiset kiinteät vaikutukset (fixed effects)

ϵ_{it} on virhetermi

Koska tutkimuksessa tarkastellaan yrityksen taloudellista suorituskykyä 1–5 vuotta toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen, on kaavassa selittävä muuttuja $EventTime$ arvioimassa vaikutusta kaikille vuosille 1–5 vuotta toimitusjohtajan vaihdoksen jälkeen. Kaavan 5 mukaan on saatu testattua hypoteeseja 1 ja 2 malleissa 1–3, joita käsitellään luvussa 7.3. Koska hypoteesissa 3 ei huomioida muita $EventTime$ -vuosia kuin 1 vuosi vaihdoksen jälkeen, on sitä testattu malleissa 4–6 kaavan 6 yleisen muodon mukaan.

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 EventTime_{1,it} + \beta_2 Kontrollit_{it} + \gamma_i + \epsilon_{it} \quad (6)$$

Regressiomallien selittävien muuttujien mahdollista multikollineaarisuutta testattiin, koska selittävien muuttujien välinen korrelaatio voi vääristää analyysin luotettavuutta (Heikkilä, 2014, s. 235). Variance Inflation Factor -testi (VIF-testi) toteutettiin mittaamaan multikollineaarisuutta. VIF-testin tuloksen mukaan arvot olivat 1,29, joten multikollineaarisuuden ei pitäisi vaikuttaa malliin ja tulosten tulkintaan negatiivisesti. VIF-testin tulos parantaa tutkimuksen luotettavuutta.

7 Empiirisen tutkimuksen tulokset

Tässä luvussa käsitellään empiirisen tutkimuksen tuloksia. Luvun ensimmäinen alaluku käsittelee tutkimuksen muuttujista laskettuja tilastollisia tunnuslukuja, jotka kuvailevat aineistoa. Toisessa alaluvussa arvioidaan muuttujien välisiä korrelaatioita ja kolmannessa alaluvussa esitellään regressioanalyysin tulokset. Neljännessä alaluvussa analysoidaan tutkimuksen tuloksia tarkemmin ja viides alaluku käsittelee tutkimukseen liittyviä rajoitteita ja puutteita.

7.1 Tilastolliset tunnusluvut

Taulukossa 2 esitetään muuttujista laskettuja tilastollisia tunnuslukuja. Tunnusluvut ovat muuttujien esiintymisen lukumäärä aineistossa, muuttujan minimiarvo, alakvartiili, mediaani, keskiarvo, yläkvartiili, maksimiarvo sekä keskihajonta. Muuttujien tunnusluvut kuvailevat tutkimuksessa käytettävää aineistoa.

Taulukko 2. Muuttujia kuvailevat tunnusluvut.

Muuttuja	Lukumäärä	Min	25 %	Med	Keskia.	75 %	Maks	Keskih.
CEO_DUMMY	1757	0	0	0	0,17	0	1	0,38
ROA (%)	1757	-54,03	0,24	3,81	5,13	9,14	74,75	10,26
ROE (%)	1757	-866,23	1,01	9,94	10,71	23,45	678,14	51,65
TOBIN_Q	623	0,03	0,32	0,59	0,95	1,07	15,09	1,39
CURRENT_RATIO	1757	0,00	1,02	1,44	1,80	2,14	21,00	1,49
CRISIS	406	0	0	1	0,71	1	1	0,45
KOKO	1757	3,40	8,18	10,12	10,37	12,08	17,87	2,62
KASVU	1757	-3,68	-0,05	0,04	0,10	0,20	5,70	0,48
VELK	1757	0	0,01	0,11	0,16	0,24	0,95	0,17
PREV_YEAR_ROA (%)	1757	-59,19	0,15	3,80	5,10	9,18	68,00	10,34

Kokonaisaineistoon kuuluvien yritysten suorituskyvyn tunnuslukujen vaihteluväli on laaja ROA:n vaihdella -54,03 ja 74,75 välillä, ROE:n vaihdella -866,23 ja 673,14 välillä ja Tobinin Q:n vaihdella 0,03 ja 15,09 välillä. ROA:n keskiarvo on 5,13 ja mediaanin 3,81 ollessa suhteellisen lähellä keskiarvoa, voidaan kokonaispääoman tuottoasteen

keskiarvoa pitää tyydyttävänä ja mediaania heikkona sen ollessa alle 5 (Yritystutkimus ry, 2017). Oman pääoman tuottoasteen keskiarvo on 10,71 ja mediaani on 9,94, joita voidaan pitää yleisesti tyydyttävänä, mutta oman pääoman tuottoaste on toimiala- ja yritysriippuvainen (Yritystutkimus ry, 2017). Tobinin Q:n keskiarvo on 0,95 ja mediaani on 0,59 ja tunnusluvun ollessa alle yksi, osakkeiden voidaan ajatella olevan aliarvostettuja, eikä yritysten uskota suoriutuvan tehokkaasti (Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116). Taulukon 2 tunnusluvuista voidaan siis päätellä, että keskimäärin aineiston yritysten kannattavuus on tyydyttävällä tasolla eikä aineiston kannattavuus ole keskiarvoisesti vahvaa tai heikkoa. Kannattavuuden tunnuslukujen mediaani ja keskiarvo ovat suhteellisen lähellä toisiaan, joten vaikka keskiarvoa nostaa yksittäiset suuret arvot, ei vaihtelua voida pitää epätyypillisenä.

Tutkimusaineistossa yritysten kasvu on keskimäärin 10 %. Yritysten varojen luonnollinen logaritmi kuvaa yritysten kokoa, jonka vaihteluväli aineistossa on 3,4-17,87. Koon vaihteluväli on maltillinen tarkoituksella, sillä kokonaisvaroista on otettu luonnollinen logaritmi isojen kokoeroavaisuuksien normalisoinniksi. Velkaisuusaste vaihtelee 0 % ja 95 % välillä ja keskiarvoisesti velkaisuusprosentti on 16 % ja yläkvartiilin ollessa vain 24 % aineistossa on enemmän vähävelkaisia yrityksiä kuin suuresti velkaantuneita. Aiemman vuoden kannattavuudella on suuret vaihteluvälit, kuten ROA-muuttujalla. Aiemman vuoden ROA vaihtelee -59,19 % ja 68 % välillä, keskiarvon ollessa 5,1 % yritysten kannattavuus on keskimäärin tyydyttävällä tasolla, kuten aiemmin on todettu.

7.2 Muuttujien väliset korrelaatiot

Muuttujien välisiä riippuvuuksia tutkittaessa tarkastellaan muuttujien yhteyksiä pareittain (Heikkilä, 2014, s. 90). Usein kahden muuttujan välistä riippuvuutta mitataan Pearsonin korrelaatiokertoimella, joka mittaa muuttujien lineaarisen riippuvuuden voimakkuutta (Heikkilä, 2014, s. 90). Kerroin voi saada arvon -1 ja 1 välillä, mikä kertoo positiivisen tai negatiivisen korrelaation voimakkuudesta, arvo 0 ilmoittaa, että lineaarista riippuvuutta ei ole (Heikkilä, 2014, s. 91). Korrelaatiokerroin ei kuitenkaan kerro muuttujien

välisestä syy-seuraussuhteesta (Heikkilä, 2014, s. 91). Korrelaatiokertoimen voidaan ajatella johtuvan sattumasta, jos korrelaatiokerrointa vastaava p-arvo ei alita käytettyä merkitsevyystasoa (Heikkilä, 2014, s. 195). Tässä tutkimuksessa tilastollisesti merkitsevyyden tason rajana käytetään p-arvoa 5 %. Näin ollen myös korrelaatiokertoimia, joiden p-arvo on alle 5 %, voidaan pitää tilastollisesti merkitsevänä.

Korrelaatiokertoimet esitetään usein korrelaatiomatriisina. Taulukossa 3 esitetään tutkimuksen aineistosta lasketut Pearsonin korrelaatiokertoimet korrelaatiomatriisina. Korrelaatiomatriisissa on korostettu lihavoidulla tekstillä ne korrelaatiot, joiden p-arvo on alle 5 %. Näitä korrelaatiota voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä.

Taulukko 3. Korrelaatiomatriisi.

	CEO_DUMMY	ROA	ROE	TOBIN_Q	CURRENT_RATIO	KOKO	KASVU	VELK	PREV_YEAR_ROA
CEO_DUMMY	1								
ROA	-0,039	1							
ROE	-0,012	0,490	1						
TOBIN_Q	-0,042	0,387	0,167	1					
CURRENT_RATIO	-0,019	0,193	0,087	0,335	1				
KOKO	-0,004	-0,205	-0,088	-0,052	-0,056	1			
KASVU	0,010	0,265	0,090	0,135	-0,001	-0,152	1		
VELK	0,012	-0,251	-0,116	-0,260	-0,241	0,066	-0,067	1	
PREV_YEAR_ROA	-0,022	0,565	0,217	0,392	0,197	-0,207	0,108	-0,238	1

Taulukosta havaitaan, että selittävä toimitusjohtajan vaihtumisen dummy-muuttuja ei korreloi merkitsevästi muiden muuttujien kanssa. Lähes kaikki muut muuttujat korreloivat tilastollisesti merkitsevästi toistensa kanssa. Yrityksen suorituskykyä mittaavat muuttujat eli selitettävät muuttujat ROA, ROE ja Tobinin Q korreloivat positiivisesti keskenään.

ROA ja ROE mittaavat kannattavuutta ja pääoman tuottoastetta hieman eri näkökulmista, joten on odotettavissa, että muuttujien välinen korrelaatio on positiivinen. Aiemman vuoden ROA korreloi merkitsevästi ja positiivisesti arvolla 0,565 kuluvan vuoden ROA:n kanssa.

Korrelaatiomatriisista havaitaan, että suorituskyvyn tunnusluvuilla on positiivinen korrelaatio current ration eli maksukyvyn tunnusluvun kanssa. Suorituskyvyn mittarit korreloivat positiivisesti myös kasvun kanssa. Selitettävät muuttujat korreloivat negatiivisesti yrityksen koon sekä velkaisuuden kanssa, mutta Tobinin Q:n ja koon negatiivista korrelaatiota ei voida pitää tilastollisesti merkitseväenä. Korrelaatiomatriisin tulokset mukailevat aiemman tutkimuksen korrelaatioita (Salvi ja muut, 2024). Aiemman tutkimuksen suorituskyvyn mittarit korreloivat keskenään positiivisesti, mutta negatiivisesti velkaisuuden sekä yrityksen kokonaisvarojen kanssa (Salvi ja muut, 2024).

7.3 Regressioanalyysin tulokset

Tässä alaluvussa selitetään regressioanalyysien tulokset, joilla on testattu tutkimuksen kolme hypoteesia. Paneeliregressioissa on mukailtu Salvin ja muiden (2024) tutkimusta. Selitettäviä muuttujia on kolme, joten jokaiselle muuttujalle on toteutettu oma analyysinsä. Aluksi regressioanalyysillä tarkastellaan ensimmäisen ja toisen hypoteesien mukaan toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutusta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Vaikutusta tarkastellaan lyhyellä aikavälillä (1–2 vuotta) sekä pitkällä aikavälillä (3–5 vuotta). Kolmannen hypoteesin tarkastelua varten aineistosta valitaan tutkielman määritelmän mukaiset kriisiyritykset, joiden suorituskykyä tarkastellaan vaihtumisen jälkeen. Muuttujien regressiokertoimet ja niiden p-arvot esitetään taulukoissa allekkain ja tilastollisesti merkitsevät tulokset on korostettu lihavoidulla tekstillä. Tutkimuksessa alle 5 % p-arvoa voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä.

Taulukossa 4 esitetään mallien 1–3 tulokset, jotka testaavat hypoteeseja 1 ja 2. Malleissa referenssivuotena on EventTime -1 eli suorituskyvyn tunnuslukujen muutoksia

tarkastellaan suhteessa vuoteen ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Taulukosta voidaan havaita, että toimitusjohtajan vaihtuminen ei ole merkitsevässä yhteydessä ROA:lla eikä ROE:lla mitattuna. Tobinin Q:lla mitattuna vaihtuminen on merkitsevässä yhteydessä ainoastaan yhtenä tarkasteluvuotena: 4 vuotta vaihtumisen jälkeen. Ensimmäisen mallin selitysaste on 56,8 %, toisen mallin selitysaste on 22,2 % ja kolmannen mallin selitysaste on 86,9 %. Kolmas malli, jossa selitettävänä muuttujana on Tobinin Q saa korkean selitysasteen. Ensimmäisessä mallissa, jossa selitettävänä muuttujana on ROA saa lähes 60 % selitysasteen, joten selitystasoa voidaan pitää lähes korkealla tasolla (Heikkilä, 2014, s. 235). Toisen mallin (ROE) selitysaste on vain 22,2 %, eli tätä voidaan pitää alhaisena. Kaikkien kolmen mallin F-testin arvoja 2,610, 1,250 ja 30,47 voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä.

Taulukko 4. Regressioanalyysin mallit 1–3.

	ROA (malli 1)	ROE (malli 2)	TOBIN_Q (malli 3)
EventTime +1	-0,560 <i>0,394</i>	-4,12 <i>0,353</i>	0,048 <i>0,557</i>
EventTime +2	-0,279 <i>0,673</i>	-3,492 <i>0,434</i>	0,014 <i>0,867</i>
EventTime +3	-0,008 <i>0,990</i>	2,456 <i>0,585</i>	0,16 <i>0,052</i>
EventTime +4	0,151 <i>0,824</i>	2,428 <i>0,597</i>	0,231 0,006
EventTime +5	0,137 <i>0,844</i>	3,339 <i>0,478</i>	0,152 <i>0,071</i>
KOKO	-0,332 <i>0,589</i>	-9,153 0,028	-0,351 <,0001
KASVU	4,757 <,0001	10,791 0,0003	0,222 0,01
VELK	-15,882 <,0001	-38,322 0,02	-0,903 0,001
PREV_YEAR_ROA	0,102 <,0001	-0,111 <i>0,51</i>	0,01 0,0003

	ROA (malli 1)	ROE (malli 2)	TOBIN_Q (malli 3)
R ²	0,568	0,222	0,869
F-arvo	2,610	1,250	30,47
	<,0001	0,008	<,0001

Tutkimuksen kolmannessa hypoteesissa käsitellään kriisiyritysten suorituskyvyn muutoksia, joten regressioanalyysin malleissa 4–6 on suoritettu analyysi otokselle, joka sisältää taloudellisesti kriisissä olevat yritykset. Tutkimuksessa taloudellisesti kriisissä olevat yritykset on määritelty yrityksiksi, joiden maksuvalmius on ollut heikolla tasolla vuosi ennen toimitusjohtajan vaihdosta, eli current ratio on ollut alle 1. Kriisiyrityksiä koskevien mallien 4–6 tulokset on esitetty taulukossa 5 ja malleissa on käytetty referenssivuotena tarkasteluvuotta -1, kuten koko aineiston sisältävissä malleissa 1–3. Kriisiyritysten osalta mallissa 4 saatiin tilastollisesti merkitsevä yhteys 1,5 % toimitusjohtajan vaihtumisen ja ROA:n välillä regressiokertoimen ollessa positiivinen 3,12. Vaihtumisella ja muilla selitettävillä muuttujilla ei ollut tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Mallin 4 (ROA) selitysaste on 37,7 %, mallin 5 (ROE) selitysaste on 15,6 % ja mallin 6 (Tobinin Q) selitysaste on 55,4 %. Näistä ainoastaan mallin 6 selitysastetta voidaan pitää melko korkeana sen ollessa lähellä Heikkilän (2014, s. 235) 60 % viitearvoa. F-testin arvoja voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä malleilla 4 ja 6: 1,42 ja 3,77. Mallin 5 F-testin arvoa ei voida pitää tilastollisesti merkitseväenä sen ollessa 1,03.

Taulukko 5. Regressioanalyysin mallit 4–6.

	ROA (malli 4)	ROE (malli 5)	TOBIN_Q (malli 6)
EventTime +1	3,120	15,990	0,089
	0,015	0,260	0,464
KOKO	-3,193	-39,847	-0,135
	0,019	0,008	0,211
KASVU	8,620	14,358	-0,008
	<,0001	0,290	0,942
VELK	-13,455	-40,989	-1,022

	ROA (malli 4)	ROE (malli 5)	TOBIN_Q (malli 6)
	0,001	<i>0,371</i>	0,008
PREV_YEAR_ROA	0,062	-0,517	0,019
	<i>0,235</i>	<i>0,370</i>	<,0001
R ²	0,377	0,156	0,554
F-arvo	1,420	1,030	3,770
	0,033	<i>0,427</i>	<,0001

7.4 Tulosten analysointi

Tässä alaluvussa analysoidaan regressioanalyysin tuloksia. Analyysi perustuu luvussa 7.3 esitettyihin tuloksiin ja niiden tilastollisiin merkitsevyyksiin. Tulokset on esitelty taulukoissa 4 ja 5. Tuloksia analysoimalla ja kuvaamalla arvioidaan hypoteesien toteutumista.

7.4.1 Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn

Malleissa 1–3 tutkitaan suorituskyvyn tunnuslukujen muuttumista toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeisinä vuosina verrattuna vuoteen ennen vaihtumista. Hypoteesia 1 käsittelee luvun 7.3 taulukon 4 EventTime +1 -muuttuja, joka testaa vaihtumisen vaikutusta yksi vuosi vaihdoksen jälkeen. Mallissa 1 selitysaste on 56,8 %, joka ilmaisee, että 56,8 % ROA:n arvoista voidaan selittää toimitusjohtajan vaihtumisen avulla. Selitysasteet mallille 2 (ROE) on 22,2 % ja mallille 3 (Tobinin Q) on 86,9 %. Regressiomallit pystyvät selittämään ROA:n kohdalla yli puolet muuttujien arvoista, ROE:n osalta noin viidenneksen muuttujien arvoista ja Tobinin Q:n osalta lähes yhdeksän kymmenestä muuttujien arvoista. F-testin arvon avulla arvioidaan, pystyvätkö regressioanalyysin muuttujat selittämään selitettävien muuttujien vaiheluita. F-arvot ovat 2,61 (ROA), 1,25 (ROE) ja 30,47 (Tobinin Q) ja kaikkien mallien F-arvot ovat tilastollisesti merkitseviä.

Selitysteiden korkeudesta huolimatta regression tulokset osoittavat, että hypoteesia 1 testatessa minkään kolmen mallin tulosta ei voida pitää tilastollisesti merkitsevinä. Eli selittävällä muuttujalla, toimitusjohtajan vaihtumisella, ei ole merkitsevää yhteyttä selitettäviin muuttujiin, eli suorituskyvyn tunnuslukuihin ROA, ROE tai Tobinin Q. Kokonaispääoman ja oman pääoman tuottoasteiden regressiokertoimet ovat negatiivisia (-0,56 ja -4,12) eli toimitusjohtajan vaihtumisella on ollut negatiivinen vaikutus yrityksen kannattavuuden tunnuslukuihin. Tämä ei tue hypoteesia 1, jonka mukaan toimitusjohtajan vaihtumisella olisi positiivinen vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Tutkimuksen negatiivinen vaikutus on kuitenkin ollut tilastollisesti merkityksetön eli vaikutus on voinut olla sattumaa. Mallissa 3, eli Tobinin Q:n ollessa selitettävä muuttuja, on regressiokerroin heikon positiivinen (0,048). Toimitusjohtajan vaihtumisella on siis ollut heikko positiivinen vaikutus markkinaperusteiseen tunnuslukuun. P-arvon ollessa korkea, positiivista tulosta ei voida pitää merkitsevä. Mallit 1–3 eivät siis tue hypoteesia 1.

7.4.2 Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus lyhyellä ja pitkällä aikavälillä

Malleissa 1–3 on testattu myös muita vuosia kuin vuosi vaihtumisen jälkeen. Malleissa tutkittiin toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutusta taloudellisen suorituskyvyn tunnuslukuihin, kun toimitusjohtajan vaihtumisesta on kulunut 1–5 vuotta. Suorituskyvyn muutosta verrataan vuoteen ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Tässä tutkielmassa lyhyenä aikavälinä pidetään 1–2 vuotta ja pitkänä aikavälinä 3–5 vuotta. Kolmen eri mallin ja viiden tarkasteluvuoden joukosta löydettiin vain yksi tilastollisesti merkitsevä yhteys muuttujien välille. Tobinin Q:n ollessa selitettävä muuttuja 4 vuotta toimitusjohtajan vaihtumisen jälkeen regressiokerroin on 0,231 ja p-arvon ollessa 0,6 % tämä heikosti positiivinen arvo on tilastollisesti merkitsevä. Tobinin Q:n ollessa selitettävä muuttuja regressiokerroin on heikosti positiivinen sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Tämä ei tue hypoteesia 2, sillä vaikka Tobinin Q:n regressiokertoimet ovat positiivisia lyhyellä aikavälillä, pitkällä aikavälillä vaikutuksen kuuluisi olla merkityksetön.

Tuloksissa ainut merkitsevä tulos on kuitenkin saatu pitkään aikaväliin kuuluvalla vuodelle (EventTime +4). Mallissa 1 selitettävänä muuttujana on ollut kokonaispääoman tuottoaste (ROA). Myöskään mallin 1 regressiokertoimet eivät anna tukea hypoteesille 2. Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus ROA:an on lyhyellä aikavälillä negatiivinen ja merkityksetön ja vasta neljäs tarkasteluvuosi osoittaa heikkoa, merkityksetöntä positiivista yhteyttä muuttujien välillä. Oman pääoman tuottoaste (ROE) osoittaa myös heikkoa, merkityksetöntä negatiivista yhteyttä lyhyellä aikavälillä ja pitkällä aikavälillä yhteys on positiivinen. Mallit 1–3 eivät siis anna tukea hypoteesille 2.

7.4.3 Kriisiyritysten toimitusjohtajan vaihtumisen yhteys taloudelliseen suorituskykyyn

Malleissa 4–6 analysoitiin aineistosta rajattua osaotosta. Osaotoksessa oli mukana kriisiyritykset, jotka tämän tutkielman mukaan ovat yrityksiä, jotka ovat taloudellisesti kriisissä, kun niiden maksukyky on heikkoa eli maksuvalmiuden tunnusluku current ratio oli alle 1. Tutkielman aiheen kannalta osaotokseen rajattiin joukko yrityksiä, jotka olivat taloudellisesti kriisissä vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Näin haluttiin tarkastella, millainen vaikutus toimitusjohtajan vaihtumisella on kriisissä olevalle yritykselle.

Mallin 4 (ROA) selitysaste oli 37,7 % eli yli kolmannes kokonaispääoman tuottoasteen arvoista pystytään selittämään toimitusjohtajan vaihtumisilla. ROE:lla selitysaste oli heikompi kuten mallissa 2. Selitysasteen ollessa 15,6 % vain noin joka kuudes oman pääoman tuottoasteen arvoista voidaan selittää toimitusjohtajan vaihdoksilla. Tobinin Q:n selitysastetta 55,4 % voidaan pitää lähes korkeana. Tobinin Q:n arvoista yli puolet voidaan selittää toimitusjohtajan vaihdoksilla aineiston kriisiyrityksissä. Mallien F-arvot ovat 1,42 (ROA), 1,03 (ROE) ja 3,77 (Tobinin Q). Näistä ROA:n ja Tobinin Q:n arvoja voidaan pitää tilastollisesti merkitsevinä.

Mallissa 4 löydetään tilastollisesti merkitsevä yhteys kriisiyrityksessä tapahtuvan toimitusjohtajan vaihtumisen ja kokonaispääoman tuottoasteen välille. Regressiokertoimen

ollessa 3,12 ja p-arvon ollessa 1,5 % yhteys saa positiivisen ja merkitsevän yhteyden. Malli 4 vahvistaa siis tilastollisesti merkitsevästi hypoteesia 3, jonka mukaan kriisiyrityksessä tapahtuva toimitusjohtajan vaihdos vaikuttaa positiivisesti sen taloudelliseen suorituskyykyyn. Mallit 5 ja 6 saavat positiivisen yhteyden toimitusjohtajan vaihtumisen ja oman pääoman tuottoasteelle sekä Tobinin Q:lle. Mutta nämä yhteydet eivät ole tilastollisesti merkitseviä, sillä p-arvot ovat 26 % (ROE) ja 46,4 % (Tobinin Q). Mallit 5 ja 6 eivät anna tukea hypoteesille 3.

7.4.4 Kontrollimuuttujien vaikutus yrityksen taloudelliseen suorituskyykyyn

Tutkimuksessa käytettiin kontrollimuuttujina sellaisia muuttujia, jotka eivät esiinny tutkimuksen hypoteeseissa selittävinä tai selitettävinä muuttujina. Kontrollimuuttujiksi valittiin usein aiemmissa aiheen tutkimuksissa käytettyjä muuttujia, joiden voidaan ajatella olevan yhteydessä yrityksen kannattavuuteen. Tutkimuksen kontrollimuuttujina ovat yrityksen koko, kasvu, velkaisuus sekä aiempi kannattavuus. Jokainen näistä neljästä kontrollimuuttujista saa tilastollisesti merkitseviä arvoja ainakin jossain mallissa 1–6.

Mallissa 1 (ROA) kasvu, velkaisuus sekä aiemman vuoden kannattavuus saavat tilastollisesti merkitseviä arvoja. Kasvulla ja aiemman vuoden kannattavuudella on positiivinen yhteys yrityksen kokonaispääoman tuottoasteeseen. Velkaisuudella yhteys on negatiivinen. Mallissa 2 (ROE) kasvun positiivinen regressiokerroin sekä velkaisuuden negatiivinen kerroin ovat tilastollisesti merkitseviä, kuten mallissa 1. Mallissa 2 myös yrityksen koon negatiivisista regressiokerrointa voidaan pitää tilastollisesti merkitseväenä p-arvon ollessa 2,8 %. Mallissa 3 (Tobinin Q) kaikki neljä kontrollimuuttujaa saavat tilastollisesti merkitseviä arvoja. Muuttujien arvot noudattavat malleja 1 ja 2 koon ja velkaisuuden regressiokertoimien ollessa negatiivinen ja kasvun sekä aiemman vuoden kannattavuuden kertoimien ollessa positiivinen.

Malleissa 4–6 on analysoitu kriisiyrityksiä ja kontrollimuuttujien tilastollisesti merkitsevät arvot mukailevat mallien 1–3 arvoja. Yrityksen koko on tilastollisesti merkitsevä ja

negatiivinen malleissa 4 (ROA) ja 5 (ROE). Kasvu on positiivinen ja tilastollisesti merkitsevä vain mallissa 4 (ROA). Velkaisuus on tilastollisesti merkitsevä ja negatiivinen malleissa 4 (ROA) ja 6 (Tobinin Q). Aiemman vuoden kannattavuus on tilastollisesti merkitsevä vain mallissa 6 (Tobinin Q) sen ollessa positiivinen.

Mallien 1–6 tilastollisesti merkitsevistä kontrollimuuttujien arvoista voidaan nähdä trendi niiden vaikutuksesta yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn. Yrityksen koon ja suorituskyvyn tunnuslukujen yhteys on regressiomallien mukaan negatiivinen, joka tarkoittaa, että yrityksen koon kasvaessa sen suorituskyky heikkenee. Negatiivinen yhteys on myös velkaisuudella, joka tarkoittaa, että korkeavelkaisilla yrityksillä on heikompi suorituskyky. Kasvun ollessa korkeampi myös yrityksen suorituskyky on korkeampi. Aiempi kannattavuus on myös heikon positiivisesti yhteydessä yrityksen suoriutumiseen, eli kannattavuuden ja suoriutumisen voidaan ajatella olevan suhteellisen pysyvää vuodesta toiseen.

7.4.5 Tulosten yhteenveto

Tutkimuksessa käytetyt regressiomallit selittivät yrityksen suoriutumista parhaiten malleissa, joissa Tobinin Q oli selitettävänä muuttujana selitysasteiden ollessa 86,9 % ja 55,4 %. Regressiomallin selitysaste oli heikoin oman pääoman tuottoasteen (ROE) ollessa selitettävä muuttuja, selitysasteiden ollessa vain 22,2 % ja 15,6 %. Kokonaispääoman tuottoasteen ollessa selitettävä muuttuja selitysasteet olivat 56,8 % ja 37,7 %.

Malleissa 1–3 testattiin hypoteeseja 1 ja 2. Hypoteesia 1 eli toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutuksia yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn tutkittiin tarkastelemalla vaihtumisen vaikutusta suorituskykyyn vuosi vaihdoksen jälkeen, kun vertailuvuotena oli vuosi ennen vaihtoa. Koska kaikkien mallien 1-3 EventTime +1 -muuttujan arvot ovat tilastollisesti merkityksettömiä, ei hypoteesi 1 saa tukea regressioanalyysistä ja se joudutaan hylkäämään.

H1: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suori-
tuskykyyn.

Mallien 1–3 avulla testattiin myös hypoteesin 2 sisältämät lyhyen ja pitkän aikavälin vai-
kutukset. Mallien viidestä eri tarkasteluvuodesta vain yhdestä mallista ja tarkasteluvuo-
desta saatiin tilastollisesti merkitsevä tulos. Tobinin Q:n ollessa selitettävä muuttuja ja
tarkasteluvuoden ollessa 4 vuotta vaihtumisen jälkeen, saatiin tilastollisesti merkitsevä
regressiokerroin 0,231. Sen johdosta, että tilastollisesti merkitseviä ja positiivisia arvoja
ei ollut lyhyellä aikavälillä eikä kaikki pitkän aikavälin arvot olleet tilastollisesti merkityk-
settömiä hypoteesi 2 ei saa tukea ja se joudutaan hylkäämään.

H2: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti lyhyellä aikavälillä, mutta pit-
källä aikavälillä vaikutusta ei havaita.

Malleissa 4–6 tutkitaan niitä alkuperäisen aineiston yrityksiä, jotka ovat olleet taloudel-
lisesti kriisissä vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Malleilla testattiin hypoteesia
3, jossa tarkastellaan kriisiyrityksien toimitusjohtajan vaihdoksien vaikutuksia yritysten
taloudelliseen suoriutuskykyyn. Tarkastelu toteutettiin samalla tavalla kuin hypoteesin 1
eli EventTime +1, vuosi vaihdoksen jälkeen, verrattiin referenssivuoteen EventTime -1,
vuosi ennen vaihdosta. Kaikissa malleissa 4–6 saatiin positiiviset regressiokertoimet,
mutta vain kokonaispääoman tuottoasteen ollessa selitettävä muuttuja, regressiokerroin
oli tilastollisesti merkitsevä. Regressiokerroin on mallissa 4 3,12 ja tilastollisesti merkit-
sevä p-arvon ollessa 1,5 % eli alle tutkimuksessa käytettävän 5 % merkitsevyystason.
Malli 4 siis antaa tukea hypoteesille 3, jonka mukaan kriisiyrityksissä toimitusjohtajan
vaihdos vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suoriutuskykyyn. Hypoteesi 3 saa
vain osittaista tukea tutkimuksesta eikä sitä voida täysin hyväksyä, koska se ei saa tilas-
tollisesti merkitseviä tuloksia kaikilla selitettävillä muuttujilla eli kaikilla tutkituilla suori-
tuskyvyn tunnusluvuilla.

H3: Taloudellisesti kriisissä olevan yrityksen taloudellinen suorituskykyyn vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan vaihtuminen.

Tutkimuksen tulokset voivat tarkoittaa, että toimitusjohtajan vaihdos ei ole yksiselitteinen ratkaisu taloudellisen suorituskyvyn parantamiseen. Johtajavaihdoksen onnistumiseen vaikuttaa laajempi strategian muuttaminen ja organisaation kehittäminen muutostilanteessa. Tutkimuksen tulos haastaa teorioiden oletusta siitä, että johtajavaihdon on ratkaisu heikentyneeseen suoriutumiseen. Voitaisiin myös ajatella, että jos vaihdos tapahtuu valmiiksi heikossa tilanteessa, niin yksittäinen johtajan vaihtaminen ei riitä muuttamaan yrityksen taloudellista suuntaa ja kausaliteetin selittäminen on hankalaa.

Tulokset osoittavat kuitenkin, että taloudellisesti kriisissä oleva yritys voi kokea parantunutta suorituskykyä toimitusjohtajan vaihduttua. Tämä vaikutus ei ole kuitenkaan johdonmukainen kaikilla mittareilla, joten kriisiyritysten ei tule ainoastaan miettiä johdon vaihtamista taloudellisen kriisin aikana. Tämä tulos vahvistaa tutkimuksen osoittamaa näkemystä, että toimitusjohtajan vaihtaminen ei ole riittävä toimenpide suorituskyvyn parantamiseen. Johtajamuutokset ovat hitaita ja monimutkaisia prosesseja, eikä niiden voida tämän tutkimuksen perusteella olettaa selittävän suorituskyvyn muutoksia.

7.5 Tutkimuksen rajoitteet ja puutteet

Tutkimuksen tuloksia tulkitessa tulee huomioida sen mahdolliset rajoitteet ja puutteet. Tutkimuksessa on käytetty kiinteiden vaikutusten regressiomallia ja neljää eri kontrollimuuttujaa, mutta kaikkia yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn vaikuttavia muuttujia ei välttämättä ole huomioitu. Esimerkiksi yritysten toimialoja ei ole kontrolloitu. Aiemmissä tutkimuksissa on saatettu huomioida toimitusjohtajan vaihdoksen syy eli vapaaehtoinen tai pakotettu vaihdos. Tässä tutkimuksessa ei ole huomioitu, miksi toimitusjohtaja on vaihtunut.

Malleissa 1–2 tutkitaan 215 yrityksen otoskokoa, mutta mallissa 3, jossa selitettävä muuttuja on Tobinin Q tarkastellaan vain 61 yritystä. Pienempi otoskoko vähentää tulosten yleistettävyyttä. Tutkimuksen aineisto koostuu suomalaisista suurista ja keskisuurista yrityksistä, joten tutkimuksen tuloksia ei voi välttämättä yleistää muihin maihin ja yrityskokoihin. Tutkimusaineistoa kerätessä on huomioitu toimitusjohtajan vaihdokset, jotka ovat tapahtuneet vuosien 2011 ja 2018 välillä, tämä laaja aikaväli ei huomioi vuosien välisiä eroja esimerkiksi markkinatilanteissa tai muissa yritystrendeissä.

Myös kriisiyrityksen määritelmä ja current ration käyttäminen kriisimuuttujan muodostamisessa voi aiheuttaa rajoitteita. Määrittely yksinkertaistaa taloudellisen kriisin määritelmää eikä huomioi sen kaikkia muotoja. Yksinkertaista, current ratioon perustuvaa kriisimuuttujaa käytettiin tutkimuksessa sen saatavuuden takia. Salvi ja muut (2024) käyttivät quick ratiota määrittelemään kriisiyrityksiä, mutta quick ratio ei ollut saatavilla suoraan Orbis-tietokannasta, joten tässä tutkimuksessa tehtiin valinta käyttää toista maksuvalmiuden tunnuslukua ja sen ohjearvoja kriisiyritysten määrittelyyn.

8 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena oli selvittää, miten toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn. Lisäksi selvitettiin, millainen vaikutus on lyhyellä sekä pitkällä aikavälillä. Vaikutusta tarkasteltiin myös taloudellisesti kriisissä olevien yritysten näkökulmasta. Tutkielman tavoitteita oli tarkoitus lähestyä aluksi teorioiden ja aiemman tutkimuksen pohjalta ja jäljempässä osassa tutkia aihetta ja hypoteeseja empiirisin keinoin. Tässä yhteenveto ja johtopäätökset -luvussa käsitellään tutkielman teemaa sekä empiirisen tutkimuksen toteutusta ja tuloksia. Luvussa esitellään myös tutkielman aiheen mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

Tutkielman alussa perehdyttiin toimitusjohtajuuden vaikuttamisen teoriataustaan eli ylimmän johdon rooliin sekä sen dynamiikan teorioihin kuten laajasti tunnettuun agenttiteoriaan. Agenttiteorian mukaan toimitusjohtaja ja yhtiön hallitus tavoittelevat toiminnallaan omaa etuaan ja näiden erotessa aiheutuu agentti-päämiesongelma (Jensen ja Meckling, 1976). Toimitusjohtajan intressi on usein yhtiön lyhyen aikavälin kannattavuuden ja tuottoisuuden varmistaminen, sillä toimitusjohtaja hyötyy yhtiön menestyksestä vain omalla toimikaudellaan. Hallitus on sitoutunut yhtiöön pidempään, minkä takia hallituksen intressinä on toiminnan pitkän aikavälin varmistaminen. Hallituksella on keinoja valvoa sekä kannustaa toimitusjohtajaa toimimaan hallituksen intressien mukaisesti (Jensen ja Meckling, 1976). Yhtenä hallituksen valvontatoimena on toimitusjohtajan erottaminen ja seuraajan nimittäminen.

Tutkielmassa tarkasteltiin kriisien vaikutuksia yrityksiin ja yritysten kriisinhallintakeinoja. Taloudellisesti kriisissä oleva yritys voidaan ajatella olevan sellainen, joka ei pysty hoitamaan nykyisiä velvoitteitaan (Wruck, 1990). Taloudellinen kriisi voi johtaa yrityksen maksukyvyttömyyteen ja uhata sen toiminnan jatkuvuutta (Wruck, 1990). Kriisissä olevassa yrityksessä sujuva ja keskitetty päätöksenteko voi olla merkityksellistä selviytymisen kannalta (Dowell ja muut, 2011). Tällöin toimitusjohtajan rooli on merkityksellinen kriisitilanteessa. Yrityksellä on keinona hallita kriisiä ja varmistaa toiminnan jatkuminen vaihtamalla ylimmän johdon henkilöitä ja erityisesti toimitusjohtajaa (Lin ja muut, 2020).

Teoriaosuudessa perehdyttiin myös taloudellisen suorituskyvyn määrittelyyn sekä myöhemmin tutkimuksessa käytettäviin suorituskyvyn tunnuslukuihin: ROA, ROE ja Tobinin Q. Yrityksen suorituskykyä voidaan määrittellä sen kyvyllä saavuttaa asetettuja tavoitteita ja kykyä maksimoida omistajien hyöty (Laitinen, 2003, s. 366). Taloudellista suorituskykyä mitataan tilinpäätöksestä muodostetuilla tunnusluvuilla (Leppiniemi ja muut, 2005). Kokonaispääoman tuottoaste (ROA) mittaa, kuinka tehokkaasti yritys käyttää resurssejaan ja investointejaan (Seppänen, 2011, s. 73). Oman pääoman tuottoaste (ROE) kuvaa yrityksen kannattavuutta omistajien näkökulmasta (Kallunki, 2022, s. 105). Tobinin Q on markkinapohjainen tunnusluku, joka kuvaa yrityksen kykyä luoda lisäarvoa osakkeenomistajilleen ja sitä, ovatko osakkeet yli- vai aliarvostettuja (Sargent, 1980; Ikäheimo ja muut, 2019, s. 116).

Aiempien tutkimuksien tulokset ovat olleet vaihtelevia toimitusjohtajan vaihtumisen ja yrityksen suorituskyvyn välillä. Aiheen aiemmat tutkimukset osoittavat, että toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutus on voinut olla positiivinen (Haveman ja muut, 2001; Huson ja muut, 2004), negatiivinen (Kim ja muut, 2021; Schepker ja muut, 2017) tai tilastollisesti merkityksetön (Kesner ja Dalton, 1994). Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutuksen on tutkittu olevan merkityksellinen vaihtumisen jälkeen lyhyellä aikavälillä, mutta väheväen ajan kuluessa (Salvi ja muut, 2024; Hambrick ja Fukutomi, 1991). Toimitusjohtajan vaihtumisen vaikutuksen on tutkittu olevan merkityksellinen kriisissä oleville yrityksille ja niiden suorituskyvylle (Tron ja muut, 2023; Lin ja muut, 2020).

Aikaisempien tutkimusten ja aiheen teoriapohjan pohjalta johdettiin tutkielman kolme tutkimushypoteesia:

H1: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti yrityksen taloudelliseen suorituskykyyn.

H2: Toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa positiivisesti lyhyellä aikavälillä, mutta pitkällä aikavälillä vaikutusta ei havaita.

H3: Taloudellisesti kriisissä olevan yrityksen taloudellinen suorituskykyyn vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan vaihtuminen.

Tutkimushypoteeseja testattiin tilastollisin keinoin. Menetelmänä käytettiin Salvia ja muita (2024) mukaillen kiinteiden vaikutusten regressioanalyysimallia. Tutkimusaineistona käytettiin suomalaisia suuria ja keskisuuria yrityksiä, joiden toimitusjohtajien vaihdosten tiedot sekä tilinpäätöstiedot kerättiin Orbis-tietokannasta. Aineistossa oli 251 yritystä, joilta 61:n osalta tutkittiin myös Tobinin Q:ta selitettävänä muuttujana. Hypoteesia 3 testattiin kriisiyrityksillä, joita tutkielman määritelmän mukaan löytyi aineistosta 48. Tutkimuksen selittävänä muuttujana toimi toimitusjohtajan vaihtuminen. Selitettävät muuttujat eli yrityksen suorituskykyä mitattiin ROA:n, ROE:n ja Tobinin Q:n avulla. Kontrollimuuttujina olivat yrityksen koko, kasvu, velkaisuus sekä aiemman vuoden kannattavuus.

Aineistoa kuvailtiin muuttujista laskettujen tunnuslukujen avulla. Selitettävien muuttujien minimi- ja maksimiarvoilla oli isoja vaihteluita, mutta keskiarvojen ja mediaanien perusteella voidaan sanoa, että aineiston yritysten suorituskyky oli tyydyttävällä tasolla. Yritysten kasvu oli keskimäärin 10 %. Aineistossa on enemmän vähävelkaisia yrityksiä kuin suurivelkaisia yrityksiä. Muuttujista laskettiin myös Pearsonin korrelaatiokertoimet, jotka esitettiin korrelaatiomatriisissa. Selitettävien muuttujien ja kontrollimuuttujien välillä oli useita tilastollisesti merkitseviä (p -arvo > 5 %) korrelaatiokertoimia. Selitettävät muuttujat korreloivat positiivisesti toistensa kanssa. Koko ja velkaisuus korreloi negatiivisesti suorituskyvyn tunnuslukujen kanssa ja kasvu sekä aiemman vuoden kannattavuus korreloivat positiivisesti tunnuslukujen kanssa.

Jokaista selitettävää muuttujaa testattiin omalla regressioanalyysillään. Malleissa 1–3 testattiin hypoteeseja 1 ja 2, ja malleissa 4–6 testattiin hypoteesia 3 eli kriisiyrityksiä

sisältävää osaotosta. Vertailuvuotena käytettiin EventTime -1, eli 1 vuosi ennen vaihdosta. Näin pystyttiin tutkia, miten toimitusjohtajan vaihtuminen vaikuttaa yrityksen suorituskykyyn ja sen muutoksiin. Malleissa 1–3 ei saatu tilastollisesti merkitseviä tuloksia ROA:lle ja ROE:lle. Tobinin Q:lle tilastollisesti merkitsevä tulos saatiin vain yhtenä tarkasteluvuotena EventTime +4. Hypoteesia 1 tulkitaan tarkastelemalla mallien 1–3 EventTime +1 regressiokertoimia. Tilastollisesti merkityksettömät tulokset olivat ROA:n ja ROE:n osalta negatiivisia, joka entisestään heikentää hypoteesia 1. Hypoteesi 1 jouduttiin hylkäämään, mikä ei ole Salvin ja muiden (2024) tutkimuksen tuloksen mukaista. Hypoteesia 2 ei tue se, että malleissa 1–3 regressiokertoimet ovat pääosin tilastollisesti merkityksettömiä, erityisesti lyhyellä aikavälillä. Hypoteesi 2 joudutaan myös hylkäämään, mikä ei ole Salvin ja muiden (2024) tutkimuksen mukaista, jossa regressiokertoimet olivat merkitseviä lyhyellä aikavälillä, mutta eivät pitkällä aikavälillä.

Mallien 4–6 avulla testattiin hypoteesia 3. Mallien aineistona olivat taloudellisesti kriisissä olevat yritykset, kun kriisiyritys oli määritelty heikkona current rationa vuosi ennen toimitusjohtajan vaihtumista. Kaikissa kolmessa mallissa regressiokertoimet olivat positiivisia, mikä tukee hypoteesia 3. Ainoastaan mallin 4, jossa ROA oli selitettävänä muuttujana, regressiokerroin oli tilastollisesti merkitsevä p-arvon ollessa 1,5 %. Muiden mallien p-arvot eivät olleet tilastollisesti merkitseviä. Malli 4 antaa tukea hypoteesille 3, mutta mallit 5 ja 6 eivät anna tukea hypoteesille, joten hypoteesia 3 ei voida hyväksyä. Tulosten pohjalta voidaan todeta, että kriisiyrityksissä toimitusjohtajan vaihtaminen vaikuttaa positiivisesti kokonaispääoman tuottoasteeseen.

Tutkimuksen tulokset osoittavat, että toimitusjohtajan vaihtaminen ei ole merkitsevä ratkaisu taloudellisen suorituskyvyn parantamiseen. Onnistunut toimitusjohtajan vaihtaminen ei riipu pelkästä henkilön vaihtamisesta vaan vaatii oikean kontekstin ja rakenteellisia muutoksia yrityksen strategiaan ja johtoon. Kriisiyritysten toimitusjohtajan vaihdoksilla voidaan ajatella olevan positiivisia vaikutuksia, mutta tulosta tulee tulkita varoen. Kriisissä olevilla yrityksillä tulos ei ole johdonmukaisesti merkitsevä kaikilla mittareilla. Tämä voi esittää, että johtajanvaihtaminen toimii kuitenkin tilanteissa, joissa yritys tarvitsee

selkeästi uutta suuntaa, mutta kriisiyrityksissä konteksti on myös isossa merkityksessä onnistuneessa vaihdoksessa. Tutkimuksen tulos haastaa agenttiteorian oletusta, että johtajavaihdoksella ja parantuneella kontrollilla parannetaan myös suorituskyvyn mittareita. Tulokset esittävät siis, että toimitusjohtajan vaihtumisella ei ole merkitsevää yhteyttä yritysten taloudelliseen suorituskykyyn ja sen muutoksiin.

Tämä tutkielma ja toteutettu empiirinen tutkimus antaa uusia tuloksia aiheesta ja sen tutkimisesta suomalaisella aineistolla. Aiheesta tarvitaan lisätutkimuksia sen aiempien tulosten ristiriitaisuuden vuoksi. Aihetta on tutkittu paljon muiden maiden pörssilistatuilla yrityksillä, joten voisi olla perusteltua tutkia aihetta suomalaisilla listatuilla yrityksillä. Jatkotutkimuksissa voisi huomioida myös toimitusjohtajan vaihtumisen syyn eli sen, onko vaihtuminen vapaaehtoista vai pakotettua.

Muiden selittävien muuttujien lisääminen tutkimukseen voisi lisätä sen mielekkyyttä ja esimerkiksi hallintomekanismien ja toimitusjohtajan ominaisuuksien vaikuttaminen onnistuneeseen toimitusjohtajan vaihdokseen voisi olla aiheesta johdettu jatkotutkimuskohde. Ajankohtainen lisäys tutkimukseen olisi huomioida tutkittavassa ajanjaksossa koronavuodet 2020–2021 ja tutkia, onko näiden vuosien aikana ja niiden jälkeen tapahtuneilla toimitusjohtajan vaihdoksilla vaikutuksia yritysten suorituskykyyn.

Lähteet

- Adem, M. K., & Viridi, S. S. (2024). The structural link between TQM practices and financial performance: The mediating role of operational performance. *The International journal of quality & reliability management*, 41(1), 392-422. <https://doi.org/10.1108/IJQRM-08-2021-0290>
- Argenti, P. A. (2016). *Corporate responsibility*. SAGE Publications, Inc.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2025). Hallinnointikoodi. Noudettu 11.2.2026 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2024/11/hallinnointikoodi-2025.pdf>
- Berle Jr, A. A., & Gardner, C. M. (1934). ECONOMICS-LAW AND PLANNED BUSINESS: The Modern Corporation and Private Property. *Public administration (London)*, 12(2), 191-212. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9299.1934.tb01905.x>
- Bureau Van Dijk. (n.d). *Company size classification*. Noudettu 5.3.2026 osoitteesta https://help-bvdinfo-com.proxy.uwasa.fi/LearningZone/Products/orbis4.1/Content/I_Data/Company/SizeClassification.htm?Highlight=size%20classification
[rajattu pääsy]
- Burns, N., Minnick, K., & Starks, L. (2023). CEO turnover: Cross-country effects. *Corporate governance : an international review*, 31(6), 820-844. <https://doi.org/10.1111/corg.12506>
- Burr, B. B. (2007). Rise in CEO turnover. *Pensions & Investments*, 35(21), 10.
- Byrd, J., Parrino, R., & Pritsch, G. (1998). Stockholder–Manager Conflicts and Firm Value. *Financial Analysts Journal*. 54:3. 14-30. 10.2469/faj.v54.n3.2177
- Chijoke-Mgbame, A. M., Boateng, A., Mgbame, C. O., & Yekini, K. C. (2023). Firm performance and CEO turnover: The moderating role of CEO attributes. *Corporate governance (Bradford)*, 23(7), 1778-1801. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2022-0190>
- Cook, A., Glass, C., & Ingersoll, A. (2024). Leading while female: Analyzing women CEOs' post-appointment trajectory. *Social science quarterly*, 105(7), 2080-2092. <https://doi.org/10.1111/ssqu.13473>

- Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation. *Journal of accounting & economics*, 7(1), 43-66. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90027-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90027-8)
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/toward-stewardship-theory-management/docview/210975871/se-2>
- Davis, S. A., DeBode, J. D., & Ketchen, D. J. (2013). Dollars and sense: The implications of CEO compensation for organizational performance. *Business horizons*, 56(5), 537-542. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.05.008>
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1999). The effect of competition on CEO turnover. *Journal of accounting & economics*, 27(1), 35-56. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00044-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00044-5)
- Dowell, G. W. S., Shackell, M. B., & Stuart, N. V. (2011). Boards, CEOs, and surviving a financial crisis: Evidence from the internet shakeout. *Strategic management journal*, 32(10), 1025-1045. <https://doi.org/10.1002/smj.923>
- Durukan, B., Ozkan, S., & Dalkilic, F. (2012). CEO turnover and corporate performance relationship in pre-and post-IFRS period: Evidence from Turkey. *Journal of business economics and management*, 13(3), 421-442. <https://doi.org/10.3846/16111699.2011.620145>
- Elsayed, N., & Elbardan, H. (2018). Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory. *Journal of applied accounting research*, 19(2), 245-270. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2015-0027>
- Epstein, M. J., & Roy, M. (2005). Evaluating and monitoring CEO performance: Evidence from US compensation committee reports. *Corporate governance (Bradford)*, 5(4), 75-87. <https://doi.org/10.1108/14720700510616604>
- Farrell, K. A., & Whidbee, D. A. (2003). Impact of firm performance expectations on CEO turnover and replacement decisions. *Journal of accounting & economics*, 36(1), 165-196. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.09.001>

- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2017). CEO Turnover–Performance Sensitivity in Private Firms. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(2), 583–611. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000126>
- Ghannam, S., Bugeja, M., Matolcsy, Z. P., & Spiropoulos, H. (2019). Are Qualified and Experienced Outside Directors Willing to Join Fraudulent Firms and If So, Why? *The Accounting review*, 94(2), 205-227. <https://doi.org/10.2308/accr-52195>
- González-Benito, J. (2005). A study of the effect of manufacturing proactivity on business performance. *International journal of operations & production management*, 25(3), 222–241. <https://doi.org/10.1108/01443570510581844>
- Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. S. (1991). The Seasons of a Ceo's Tenure. *The Academy of Management review*, 16(4), 719-742. <https://doi.org/10.5465/amr.1991.4279621>
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.2307/258434>
- Hambrick, D. C., Geletkanycz, M. A., & Fredrickson, J. W. (1993). Top executive commitment to the status quo: Some tests of its determinants. *Strategic management journal*, 14(6), 401–418. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140602>
- Haveman, H. A., Russo, M. V., & Meyer, A. D. (2001). Organizational Environments in Flux: The Impact of Regulatory Punctuations on Organizational Domains, CEO Succession, and Performance. *Organization science (Providence, R.I.)*, 12(3), 253-273. <https://doi.org/10.1287/orsc.12.3.253.10104>
- Hazarika, S., Karpoff, J. M., & Nahata, R. (2012). Internal corporate governance, CEO turnover, and earnings management. *Journal of financial economics*, 104(1), 44-69. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.10.011>
- Heikkilä, T. (2014). *Tilastollinen tutkimus* (9. uud. p.). Edita.
- Huson, M. R., Malatesta, P. H., & Parrino, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of financial economics*, 74(2), 237-275. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.002>

- Ikäheimo, S., Malmi, T., & Walden, R. (2019). Yrityksen laskentatoimi (8., uudistettu painos.). Alma Talent Oy.
- Jatana, C. (2023). Board characteristics and CEO turnover–performance relationship: Evidence from India. *Corporate governance (Bradford)*, 23(4), 766-799. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2022-0038>
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems. *The Journal of finance (New York)*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.2307/2329018>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (1976) 305-360.
- Jenter, D., & Lewellen, K. (2021). Performance-Induced CEO Turnover. *The Review of financial studies*, 34(2), 569–617. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa069>
- Kalbouneh, A. Y., Shahin, L., Aldabbas, K., & Aburishah, K. (2023). The Impact of CEO Turnover on Financial Performance of Industrial Firms Listed on the Amman Stock Exchange. *WSEAS Transactions on Business and Economics*, 20, 2138-2147. <https://doi.org/10.37394/23207.2023.20.186>
- Kallunki, J. (2022). Tilinpäätösanalyysi (2., uudistettu painos.). Alma Talent.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (2012). How Has CEO Turnover Changed? *International Review of Finance*, 12(1), 57–87. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2011.01135.x>
- Kato, T., & Long, C. (2006). CEO turnover, firm performance, and enterprise reform in China: Evidence from micro data. *Journal of Comparative Economics*, 34(4), 796-817. <https://doi.org/10.1016/j.ice.2006.08.002>
- Kesner, I. F., & Dalton, D. R. (1994). Top Management Turnover and CEO Succession: An Investigation of the effects of turnover on performance. *Journal of management studies*, 31(5), 701-713. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1994.tb00635.x>
- Kim, Y., Jeong, S. S., Yiu, D. W., & Moon, J. (2021). Frequent CEO Turnover and Firm Performance: The Resilience Effect of Workforce Diversity. *Journal of business ethics*, 173(1), 185-203. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04534-0>

- Kouzes, J. M., & Posner, B. Z. (2017). *The leadership challenge: How to make extraordinary things happen in organizations* (Sixth edition.). Leadership Challenge, A Wiley Brand.
- Lafuente, E., & García Cestona, M. A. (2021). CEO turnover in public and private organizations: Analysis of the relevance of different performance horizons. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 26(52), 333–357. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-05-2021-0075>
- Laitinen, E. K. (2003). *Yritystoiminnan uudet mittarit* (3. uud. p.). Talentum.
- Leppiniemi, J., & Kykkänen, T. (2023). *Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta* (12., uudistettu painos.). Alma Talent Oy.
- Leppiniemi, J., Leppiniemi, R., & Kaisanlahti, T. (2005). *Tilinpäätöksen tulkinta*. WSOYpro.
- Lin, B., Liu, C., Tan, K. J. K., & Zhou, Q. (2020). CEO turnover and bankrupt firms' emergence. *Journal of business finance & accounting*, 47(9-10), 1238-1267. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12482>
- Mähönen, J., & Villa, S. (2019). *Osakeyhtiö: III, Corporate governance* (3., uudistettu painos.). Alma Talent Oy.
- Maslow, A. H. (1943). A theory of human motivation. *Psychological review*, 50(4), 370-396. <https://doi.org/10.1037/h0054346>
- Maury, B. (2006). Corporate Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Finland. *European financial management : the journal of the European Financial Management Association*, 12(2), 221-248. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00317.x>
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2011). *Corporate Governance*. (5th ed.) John Wiley & Sons, Inc.
- Neely, B. H., Lovelace, J. B., Cowen, A. P., & Hiller, N. J. (2020). Metacritiques of Upper Echelons Theory: Verdicts and Recommendations for Future Research. *Journal of management*, 46(6), 1029-1062. <https://doi.org/10.1177/0149206320908640>
- Oakland, J. S., Oakland, R. J., & Turner, M. A. (2021). *Total quality management and operational excellence: Text with cases* (Fifth edition.). Routledge, Taylor & Francis Group.

- Osakeyhtiölaki 624/2006. Finlex. Noudettu 11.2.2026 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession A cross-sectional analysis. *Journal of financial economics*, 46(2), 165-197. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00028-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00028-7)
- Puffer, S. M., & Weintrop, J. B. (1991). Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations. *Administrative science quarterly*, 36(1), 1-19. <https://doi.org/10.2307/2393427>
- Routledge, J., & Morrison, D. (2012). Insolvency administration as a strategic response to financial distress. *Australian journal of management*, 37(3), 441-459. <https://doi.org/10.1177/0312896211428494>
- Salmi, I. (2020). Mitä tilinpäätös kertoo? (10., uudistettu painos.). Edita.
- Salmi, T., Virtanen, I., & Yli-Olli, P. (1990). On the classification of financial ratios: A factor and transformation analysis of accrual, cash flow, and market-based ratios. *Universitas Wasaensis*.
- Salvi, A., Tron, A., & Colantoni, F. (2024). The impact of CEO turnover on firm performance and insolvency risk - A global analysis. *Finance research letters*, 62, 105093. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105093>
- Samuel, D., Found, P., & Williams, S. J. (2015). How did the publication of the book *The Machine That Changed The World* change management thinking? Exploring 25 years of lean literature. *International journal of operations & production management*, 35(10), 1386-1407. <https://doi.org/10.1108/IJOPM-12-2013-0555>
- Sargent, T. J. (1980). "Tobin's q" and the rate of investment in general equilibrium. *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, 12(1), 107-154. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(80\)90024-X](https://doi.org/10.1016/0167-2231(80)90024-X)
- Saunila, M. (2014). Innovation capability for SME success: Perspectives of financial and operational performance. *Journal of advances in management research*, 11(2), 163–175. <https://doi.org/10.1108/JAMR-11-2013-0063>
- Schepker, D. J., Kim, Y., Patel, P. C., Thatcher, S. M., & Campion, M. C. (2017). CEO succession, strategic change, and post-succession performance: A meta-analysis. *The*

- Leadership quarterly*, 28(6), 701-720. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.03.001>
- Sengupta, R., & Faccio, M. (2011). Corporate response to distress: Evidence from the Asian financial crisis. *Review - Federal Reserve Bank of St. Louis*, 93(2), 127-154. <https://doi.org/10.20955/r.93.127-154>
- Seppänen, H. (2011). Yrityksen analysointi ja tilinpäätös. Helsingin seudun kauppakamari, Helsingin Kamari Oy.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of money, credit and banking*, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Tron, A. (2021). *Corporate Financial Distress*. Emerald Publishing Limited.
- Tron, A., Dallochio, M., Ferri, S., & Colantoni, F. (2023). Corporate governance and financial distress: Lessons learned from an unconventional approach. *Journal of management and governance*, 27(2), 425-456. <https://doi.org/10.1007/s10997-022-09643-8>
- Vandebeek, A., Voordeckers, W., Huybrechts, J., & Lambrechts, F. (2021). Corporate performance and CEO dismissal: The role of social category faultlines. *Corporate governance : an international review*, 29(5), 436-460. <https://doi.org/10.1111/corg.12376>
- Vroom, V. H., & Pahl, B. (1971). Relationship between age and risk taking among managers. *Journal of applied psychology*, 55(5), 399-405. <https://doi.org/10.1037/h0031776>
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of financial economics*, 20(C), 461-492. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90054-2](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90054-2)
- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial economics*, 20(C), 431-460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Weng, D. H., & Lin, Z. (2014). Beyond CEO Tenure: The Effect of CEO Newness on Strategic Changes. *Journal of management*, 40(7), 2009–2032. <https://doi.org/10.1177/0149206312449867>

- Wenzel, M., Stanske, S., & Lieberman, M. (2021). Strategic responses to crisis. *Strategic management journal*, 42(2), O16-O27. <https://doi.org/10.1002/smj.3161>
- Wiersema, M. F., Nishimura, Y., & Suzuki, K. (2018). Executive succession: The importance of social capital in CEO appointments. *Strategic Management Journal*, 39(5), 1473-1495. <https://doi.org/10.1002/smj.2766>
- Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of financial economics*, 27(2), 419-444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6)
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Yritystutkimus ry. (2017). Yritystutkimuksen analyysi. Noudettu 5.3.2026 osoitteesta http://yritystutkimusry.fi/wp-content/uploads/2021/04/Yritystutkimuksen_Ti-linpaatosanalyysi.pdf
- Zaman, R., Jain, T., Samara, G., & Jamali, D. (2022). Corporate Governance Meets Corporate Social Responsibility: Mapping the Interface. *Business & society*, 61(3), 690-752. <https://doi.org/10.1177/0007650320973415>